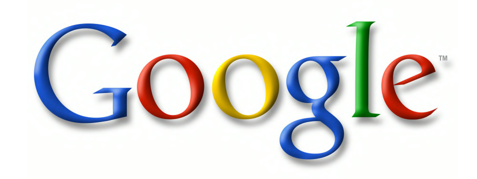
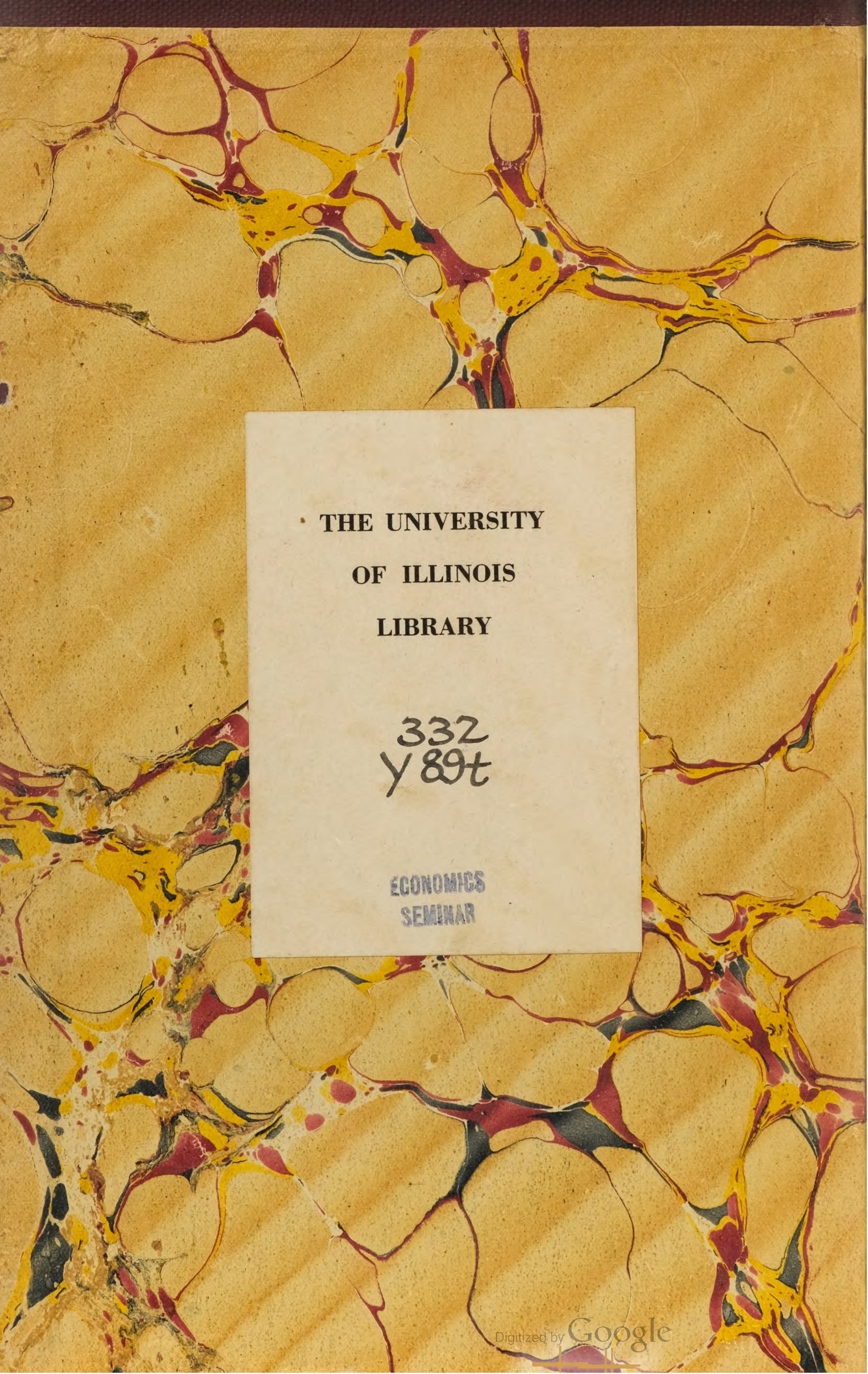

Google


332
Y89t





THESE

POUR

LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses : ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

ERRATA

Page 29, ligne 11, lire : ...les susdits moyens...

» ligne 13, lire : ...la société en retire un avantage.

» 43, ligne 8, lire : ...papier-monnaie inconvertible...

» 55, ligne 11, lire : appelle...

» 59, ligne 15, lire : à l'intérieur d'un pays.....

» 63, note 1, lire : M. Pigou.

» 67, ligne 1, lire : il est risqué de se fier aux...

» 84, ligne 4, lire : qu'on peut obtenir en échange....

» 90, ligne 18, lire : examen statistique est que...

» 93, ligne 17, lire : Laughlin.

» 94, ligne 21, lire : Il nous semble que l'application.....

» 107, ligne 13, lire : nombreux sont ceux....

» 124, note 1, lire : M. Cassel.

» 128 au lieu de VI, lire IV.

» 132, ligne 5 et 6, lire : politique de crédit trop généreuse...

» 140, note 1, lire : Corriere della Sera.

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

Les Théories Monétaires de l'Economiste Cassel

AVEC UN GRAPHIQUE HORS TEXTE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le mardi 12 juin 1923, à 4 h. 1/2

PAR

Alexandre YOVANOVITCH-FOGLER

Président : M. RIST, *professeur.*

Suffragants { MM. DESCHAMPS, *professeur.*
NOGARO, *chargé de cours.*

PARIS
JOUVE & Cie, ÉDITEURS
15, rue Racine, 15

1923

A MES CHERS PARENTS

Les Théories Monétaires de l'Economiste Cassel

INTRODUCTION

Aucun problème économique n'a été l'objet de tant d'études et de discussions que celui de la monnaie. Pourtant l'immense travail qu'on lui a consacré n'a pas été très productif et n'a pas eu pour résultat des règles et principes qui serviraient de base à une saine politique monétaire.

Les erreurs commises en matière monétaire dans ces dernières années sont la meilleure preuve de l'insuffisance de la théorie en cette matière. La crise dans laquelle se débat actuellement l'économie mondiale ne doit pas être attribuée à des forces naturelles contre lesquelles l'homme ne peut lutter, mais à l'absence de

compréhension et de netteté de vue dont les hommes ont fait preuve en matière économique et plus spécialement en matière monétaire. Il est de première importance pour le relèvement et le développement économique du monde de donner une solution définitive au problème de la monnaie. L'immense expérience de la dernière décade offre une occasion qu'on n'a jamais eue jusqu'à présent, et qui, rationnellement exploitée, pourra permettre de découvrir les secrets intimes des lois régissant la matière monétaire.

Depuis quelques années, des efforts très intéressants se poursuivent en vue d'établir une théorie solide de la monnaie. Parmi les travaux les plus importants, on distingue ceux de l'économiste suédois M. Gustav Cassel. Le but du présent travail est de donner un compte rendu des théories monétaires de ce savant.

L'activité scientifique de M. Cassel s'étend dans tous les domaines de la science économique, où il a formulé des théories extrêmement intéressantes. Elles sont, à vrai dire, en dehors de notre travail ; il nous semble pourtant indispensable d'exposer sommairement sa conception de la théorie économique.

Le caractère essentiel de cette conception consiste dans l'abandon de la théorie de la valeur. « Je suis arrivé à la conviction, dit M. Cassel, que la théorie de la valeur tout entière, avec ses discussions infinies sur des mots et sa scholastique stérile, doit être éliminée de la théorie

économique. » (1). D'après lui, la théorie de l'Economie Sociale doit être établie sur la base d'une théorie de la formation de prix (2). Tous les efforts de M. Cassel sont portés vers l'élaboration d'une théorie d'Economie sociale dont la notion de valeur serait exclue et dans laquelle toutes les questions économiques seraient étudiées comme problèmes des prix. C'est en 1899, dans son article : « Les fondements d'une théorie élémentaire des prix », publié dans la *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft*, que M. Cassel pose les bases de sa théorie de l'Economie sociale. Depuis cette époque, il a entrepris l'édification de sa théorie. La première étape de ce travail a été son livre : « *The nature and Necessity of interest* » (Londres, 1903), dans lequel il formule sa théorie de l'intérêt, qui envisage l'intérêt comme un prix déterminé par l'offre et la demande de la patience. Vers la même époque, il achève sa théorie de la monnaie. Ce n'est que dix ans plus tard que le travali est terminé et que son grand ouvrage : « *l'Economie sociale théorique* », qui contient l'élaboration définitive de sa théorie économique, est prêt à être publié (3). Quant à son activité scientifique dans le domaine monétaire, elle s'est surtout déployée depuis le commencement de la guerre. En dehors de nom-

(1) *Die theoretische Sozialökonomie*, 2e éd., Leipzig 1921, p. 5.

(2) Op. cit., p. 5.

(3) La guerre en a retardé la publication jusqu'à 1918. La traduction anglaise paraîtra prochainement.

breux articles publiés dans différentes revues économiques, M. Cassel a encore publié quelques ouvrages traitant les problèmes monétaires. Ce sont : « *Deutschlands wirtschaftliche Widerstandskraft* » (Berlin, 1916), les deux Memorandums sur les « *Problèmes monétaires du monde* » (1920 et 1922) ; « *Weltwirtschaft und Geldverkehr* » (Gotha, 1921), et récemment « *Money and foreign exchanges after 1914* » (Londres 1922).

CHAPITRE PREMIER

LA THÉORIE DE LA MONNAIE

I. LE ROLE DE LA MONNAIE. — II. LE PROBLÈME STATIQUE DE LA MONNAIE. — III. LE PROBLÈME DYNAMIQUE DE LA MONNAIE.

I

III. LE PROBLÈME DYNAMIQUE DE LA MONNAIE.

L'élimination radicale de la théorie de la valeur de l'étude de l'Economie Sociale, et la manière de traiter toutes les questions économiques comme problèmes des prix, font que la monnaie acquiert dans une pareille doctrine une importance particulière. Elle n'est plus comme dans les autres théories économiques une question séparée à laquelle on réserve un chapitre spécial, mais elle est l'élément essentiel indispensable des spéculations

théoriques. Aussi les premiers efforts de M. Cassel sont-ils consacrés à l'élaboration d'une théorie de la monnaie. En 1904 déjà, il a formulé l'ensemble de sa théorie dont nous proposons de donner, dans les lignes qui vont suivre, un exposé succinct.

Pour M. Cassel, le caractère essentiel de notre organisation économique est l'usage de la monnaie. Il caractérise non seulement l'économie moderne, mais même l'économie primitive. Après une analyse historique remontant jusqu'aux premiers temps de la civilisation, il arrive à la conclusion qu'une économie d'échange a été depuis toujours une économie monétaire. (1). L'affirmation de certains auteurs que l'économie monétaire est une étape avancée dans l'évolution de l'organisation économique et qu'elle a été précédée d'une économie à échange direct, paraît à M. Cassel inacceptable (2). Pour lui, l'évolution de l'économie de la monnaie a été parallèle à l'évolution d'échange, et la formation d'un système monétaire moderne coïncide à peu près avec la généralisation du système d'échange dans l'Economie Sociale. A son avis, « une économie d'échange, quelque peu développée, sans utilisation de la monnaie, n'a jamais existé » (3). La supposition que l'économie

(1) Voir le premier chapitre du troisième livre de la *Theoretische Sozialoekonomie*.

(2) Op. cit., p. 40.

(3) Op. cit., p. 40.

monétaire aurait été précédée d'une économie d'échange pure a été, selon M. Cassel, fatale à la science économique. Les théoriciens se sont tenus pour obligés d'étudier les procédés d'une économie d'échange imaginaire, et même de faire de cette étude la base de toute la science économique. Le défaut principal de cette méthode est, d'après M. Cassel, l'élimination de la monnaie de l'étude de l'économie d'échange. Cela ne correspond point, selon lui, aux procédés de la vie économique. Les évaluations des valeurs que font les hommes, sont, par nature, relatives, et ils ont toujours trouvé nécessaire de les faire au moyen d'un compteur commun, c'est-à-dire au moyen de la monnaie. La science ne peut pas suivre une autre voie que celle de la vie pratique. « Une théorie économique, dit M. Cassel, qui veut présenter les procédés de la vie réelle, doit dès le commencement adopter un compteur commun de toutes les évaluations des valeurs, c'et-à-dire de la monnaie. » (1) Il s'ensuit de ce raisonnement que « *la première et fondamentale fonction de la monnaie est de servir de base à une échelle de calculs au moyen de laquelle seront faites les évaluations des biens qu'on échange.* » (2).

La seconde fonction de la monnaie pour M. Cassel, est de *servir de moyen de paiement*. Ces deux fonctions sont

(1) Op. cit., p. 41.
(2) Op. cit., p. 39.

indispensables ; pourtant la seconde est conditionnée par l'existence de la première qui, seule, pourra rendre possible un échange. En ce cas, l'échange se ferait directement, bien contre bien, une fois faite l'estimation des valeurs.

II

Les problèmes que doit résoudre une théorie de la monnaie sont deux. L'un englobe toutes les questions ayant trait à la nature, à l'essence de la monnaie : c'est le problème qualitatif ou *statique*. Très nombreuses sont ces questions et d'innombrables travaux y ont été consacrés. La monnaie est-elle un objet matériel ou une abstraction ? Doit-elle sa valeur (ou son « cours ») à une qualité matérielle qui lui est propre ou à une décision de l'Etat ? Est-elle caractérisée par sa substance ou par la fonction qu'elle remplit ? Doit-on lui reconnaître une valeur propre, ou bien ne faut-il voir en elle qu'un symbole, qu'un « bon » donnant droit « aux produits sociaux » ?

Le second problème est celui des variations de la valeur de la monnaie, et du rapport entre ces variations et la quantité monétaire. C'est le problème quantitatif ou *dynamique*.

Le présent chapitre sera consacré à l'exposé de la manière dont M. Cassel résoud le problème statique de la monnaie.

Pour M. Cassel, la monnaie est une « *échelle abstraite de calcul dans laquelle certains moyens de paiement ont une force libératoire* » (1). Il déduit la définition de la monnaie, non point, comme on le fait souvent, d'un élément ayant trait à l'essence de la monnaie ; il la tire de sa fonction.

La conception de la monnaie chez M. Cassel se base sur deux éléments. L'un c'est l'élément immatériel, abstrait, et c'est *l'unité de calcul* (ou des prix) : le franc, la livre, la lire. Au moyen de cet élément, on peut établir les prix relatifs des biens qu'on échange. Pour obtenir leurs prix absolus, il est nécessaire de recourir à un objet matériel, à un moyen de paiement. La question de savoir quelles sont les qualités que doit posséder cet objet pour pouvoir servir de moyen de paiement, question autour de laquelle se sont déroulées les plus violentes discussions en matière monétaire, n'est pour M. Cassel que d'une importance tout à fait secondaire (2). Ces deux éléments sont pour M. Cassel complètement indépendants

(1) Cassel, *Money and foreign exchanges* (Londres 1922), page 180. L'expression échelle de prix correspond à l'expression anglaise « common denominator » (Laughlin) et allemande « Preisindikator » (Menger).

(2) Cassel, *Theloretische Sozialoekonomie*, p. 339.

l'un de l'autre. L'élément abstrait, l'unité de prix, peut même suffire à rendre un échange possible, sans qu'on doive recourir à l'usage d'un moyen de paiement. M. Cassel essaie de montrer que l'usage d'une échelle de calculs coïncide avec celle de l'échange. Dès que l'échange s'est introduit dans la société, les hommes ont recouru à l'habitude de choisir un bien-type (un esclave, un bœuf, des poissons, etc.) au moyen duquel ils calculaient les valeurs d'échange des biens. L'usage d'un moyen de paiement ne s'est introduit que plus tard (1). Comme exemple illustrant cette indépendance, on peut citer la coutume des Romains de calculer les prix en bœufs et de payer en métaux précieux.

Telle est la théorie. Voyons maintenant comment est organisé, d'après M. Cassel, un système monétaire.

Pour notre auteur, un système monétaire implique avant tout l'existence d'une échelle de calculs ou de prix (c'est le franc, la livre, la lire). Cette échelle de calculs est une abstraction, « elle n'est point un certain poids d'or », dit M. Cassel (2). L'Etat, par une disposition légale, détermine quel sera le moyen de paiement. Ainsi, par exemple, l'Etat décide que les dettes contractées en francs seront payées au moyen de pièces de métal d'un tel poids. L'Etat a en main l'échelle de prix et peut

(1) Voir l'exposé dans le même sens de M. Laughlin, *The Principles of Money*, pp. 6 et suiv.
(2) Cassel, op. cit., p. 354.

changements matériels notables. Il peut par exemple diminuer le titre de la pièce ; il peut remplacer par un autre le métal qui sert de base à l'échelle de prix ; il peut même retirer à l'échelle de calculs toute base métallique et déclarer qu'un billet en papier sera le moyen de paiement légal sans que pour ce fait l'identité juridique de l'échelle de prix soit changée. Comme nous l'avons déjà dit, M. Cassel professe que la qualité matérielle du moyen de paiement est sans importance ; les seules conditions requises sont que la stabilité de l'échelle de prix soit assurée et que l'approvisionnement du marché en moyens de paiement soit tenu dans de certaines limites, c'est-à-dire qu'une certaine rareté des moyens de paiement soit assurée (1).

Pour M. Cassel, tout le devoir d'une théorie de la monnaie consiste à démontrer comment cette rareté sera réalisée (2). Chaque moyen de paiement est pour lui essentiellement caractérisé par la manière dans laquelle la limitation de sa rareté est organisée (3). M. Cassel distingue entre les systèmes monétaires « lié » et « libre ». Le système « lié » est celui où l'échelle de calculs est basée sur un métal dont la frappe est libre. Dans le cas où l'Etat se réserve le monopole de la fabrication de la monnaie, on est en présence d'un système « libre ».

(1) Cassel, op. cit., p. 342.
(2) Op. cit., p. 6.
(3) Op. cit., p. 393.

Dans le cas où le système monétaire ou l'unité de calculs est liée à un métal, la stabilité est assurée par la fixation d'un prix de ce métal. La stabilité de ce prix sera assurée par l'obligation qu'on impose à la Banque Centrale d'acheter et vendre ce métal à un prix fixe. Dans ce cas, la rareté de la monnaie dépendra de la rareté du métal. Pour M. Cassel, ce système est imparfait, parce que la quantité monétaire n'est pas une chose connue, mais dépend du stock mondial de ce métal, lequel à son tour dépend dans une certaine mesure des frais de production (1).Quant à la demande,on doit tenir compte, non seulement de la demande monétaire d'une unité économique, mais encore de celle des autres unités, et en dehors de cela, de la demande industrielle du monde entier.

Plus parfait et plus simple est le système libre, c'est-à-dire celui où l'Etat se réserve la frappe des pièces ou les émissions de papier monnaie. Dans ce cas, l'Etat peut imposer aux moyens de paiement une rareté voulue et de cette façon assurer la stabilité de l'échelle des prix (2). M. Cassel cite l'exemple de la Hollande qui, par suite de la cessation de la frappe libre en 1873 a vu son florin argent dépasser sensiblement non seulement sa valeur de métal, mais même sa parité avec l'or. Quant au papier

(1) Op. cit., p. 360.
(2) Cassel, op. cit., p.. 327.

monnaie qui est théoriquement la plus simple des monnaies, sa valeur dépend, suivant M. Cassel, uniquement de sa rareté. N'ayant aucun rapport avec une marchandise, le papier est la seule monnaie « pure » (1). C'est dans ce système que la rareté est le plus facilement réalisée et pour cette raison, il est plus parfait que les autres. Cette rareté est déterminée par la quantité de monnaie d'une part, et, d'autre part, par le besoin monétaire à l'intérieur d'une économie donnée.

Le troisième groupe des moyens de paiement embrasse les moyens de paiement bancaires. Puisque dans l'Economie moderne le plus grand nombre de paiements sont faits avec les moyens de paiement bancaires (billets de banque et dépôts), M. Cassel dit que les banques tiennent en leurs mains l'approvisionnement de la société en moyens de paiement, et jouent un rôle prépondérant dans la stabilisation des prix.

La rareté des dépôts et billets de banque est assurée par l'obligation des banques de les rembourser et de les convertir sur demande. Une augmentation des dépôts a pour résultat une augmentation de la demande d'argent comptant. Pour cette raison, les banques ne peuvent pas mettre à la disposition du public une quantité illimitée de moyens de paiement. Pour satisfaire aux besoins du public en monnaie proprement dite qui ne peuvent pas

(1) Op. cit., p. 344.

être prévus et peuvent être d'une intensité variable, les banques se voient obligées de se constituer une réserve. La régularisation de la création des moyens de paiement bancaires n'est pas réalisée par une limitation rigide de la somme des avances, mais au moyen des conditions sous lesquelles les banques accordent des avances (1). Par ces conditions, les banques réussissent à donner de la stabilité à l'échelle des prix, indépendamment du fait que le système monétaire soit basé sur le papier monnaie ou sur l'étalon or (2). « L'étude de cette régularisation de l'approvisionnement monétaire doit avoir une place capitale dans la théorie de la monnaie », dit M. Cassel (3). Les paragraphes 47, 48 et 49 de son ouvrage sont consacrés à cette étude.

Pour M. Cassel le fait que les dépôts et les billets de banque ne sont mis à la disposition du public que sous forme d'avances, est très important. Cela permet d'abord un retour régulier des moyens de paiement à la banque ; ensuite, la couverture des moyens de paiement est assurée par la nature des garanties exigées pour les avances ; et finalement l'intérêt réclamé pour ces avances en limite la demande. Comme les avances faites par les Banques sont pour la plupart à court terme, leur retour s'effectue très vite, ce qui permet aux Banques de donner

(1) Cassel, op. cit., p. 371.
(2) Op. cit., p. 379.
(3) Op. cit., p. 379.

de l'élasticité à la quantité de moyens de paiement en circulation (1). Quant au second moyen que les Banques possèdent pour limiter la création de moyens de paiement, c'est-à-dire celui ayant trait aux garanties qu'elles peuvent exiger pour leurs avances, M. Cassel croit que cette exigence est mieux satisfaite par les lettres de change commerciales. Elles sont couvertes par la masse des marchandises, donc par le capital réel mobilier de la société. Les moyens de paiement ayant pour couverture les lettres de change commerciales peuvent être considérés comme des bons sur le capital mobile de la société. Cela a le grand avantage d'assurer une conformité très effective entre l'approvisionnement monétaire du marché et le développement de la production. Le paiement des traites commerciales est le résultat normal de la marche de la production. Les banques n'ont pas besoin, pour le recouvrement de leurs réclamations à intervenir dans la marche normale de l'économie nationale et d'y provoquer des perturbations (2). Pour ces raisons, M. Cassel tient les traites commerciales pour supérieures, comme garanties des avances bancaires, aux titres de rente, actions, etc.., qui n'ont aucune relation avec la production (3).

Le troisième et le principal moyen que les banques ont

(1) Op. cit., pp. 378 et suiv.
(2) Op. cit., p. 385.
(3) Op. cit., p. 387.

à leur disposition pour réglementer la circulation monétaire, est le *taux d'escompte*. Au moyen d'une politique d'escompte appropriée, les banques sont en état de donner à la circulation n'importe quelle limitation qu'elles jugent utile. Dans un système monétaire basé sur l'étalon or, la création des dépôts et des billets de banque est limitée par l'obligation du paiement en espèces. Dans le cas où une banque centrale émet des billets (ayant cours forcé) la quantité en peut être infiniment réduite. La Banque d'émission peut régulariser à volonté l'approvisionnement monétaire du marché. A la question de savoir quelle est la ligne de conduite que les banques doivent adopter dans leur politique d'escompte, M. Cassel répond : Les banques peuvent à toute époque augmenter leurs avances exactement dans la mesure où augmente le volume des épargnes qui leur sont apportées. Une augmentation des avances dépassant cette mesure, peut être justifiée dans le seul cas où elle est nécessitée par un progrès économique. Si ce n'est pas le cas, l'augmentation des avances signifie la création d'un pouvoir d'achat artificiel qui diminue la valeur de l'unité de calcul (1).

L'expression de « valeur » qui est soigneusement évité dans le traité de M. Cassel, et remplacée par celle de prix, devient, dans sa théorie de la monnaie un terme courant. Cette expression n'est pas employée par M. Cas-

(1) Op. cit., p. 395.

sel comme désignant une valeur propre, intrinsèque de la monnaie : pour lui, la valeur de la monnaie est déterminée par la quantité de marchandises et de services qu'elle peut procurer, c'est-à-dire par son pouvoir d'achat. « L'unité monétaire, dit M. Cassel, représente une quantité plus ou moins grande de richesses. » (1).

***

Dans la théorie que nous venons d'exposer, il y a peu de chose qui soit neuf. En dehors de la partie traitant la question de la création de la monnaie qui dans une certaine mesure est originale, ses points essentiels ont été énoncés déjà maintes fois, et il y a des siècles par de nombreux auteurs.

La manière de définir la monnaie comme unité abstraite est très ancienne. Déjà Aristote traite la monnaie comme une unité abstraite de mesure, qui est basée sur la loi. « De même, dit-il, qu'une communauté ne pourrait subsister sans échange, de même un échange sans égalité et une égalité sans mesure commune ». (2). Berkerley Querist (1735) enseigne que la vraie notion de la mon-

(1) Op. cit., p. 395.
(2) Cité d'après Menger, *Handwoerterbuch der Staatswissenschaften*, p. 583.

naie n'est pas marchandise, gage, mais « ticket » ou « counter ». Si les noms livre, shilling, etc., restaient et le métal disparaissait, toutes choses pourraient quand même continuer d'être comptées et vendues. » (1)

L'idée qu'il n'est pas nécessaire que la monnaie possède une valeur intrinsèque a été déjà émise à différentes reprises. Par exemple chez Davanzati (*Sulla moneta*, 1588), Montesquiou (*Lettres Persanes*, II,18) et Fichte (*Der geschlossene Handelsstaat*, 1800). Ricardo (2) démontre qu'une valeur intrinsèque n'est pas nécessaire à la monnaie, et que, si la quantité de papier-monnaie était suffisamment limitée, sa valeur pourrait être maintenue au pair avec l'or et même monter à un degré plus élevé. « Si les métaux précieux ont rendu de grands services à des époques moins éclairées, le progrès de l'expérience et des lumières nous enseignent qu'il y a encore un pas à faire et qu'il faut leur enlever cette fonction ». (3).

Nous nous abstiendrons d'entrer dans une discussion détaillée de la théorie de la monnaie de M. Cassel. Cette théorie en réalité n'est qu'une modernisation d'idées émises déjà auparavant. Entreprendre ici une critique serait discuter avec tous les auteurs qui ont posé les ba-

(1) Cité d'après Roscher, *Grundlagen der Nationaloekonomie*, pp. 332 et suiv.

(2) Dans ses *Propositions tenant à l'établissement d'une circulation monétaire économique et sûre*. Œuvres complètes (Paris, 1882), pp. 535 et suiv.

(3) Ricardo, op. cit. p. 344.

ses de cette théorie, ce qui nous ferait sortir du cadre de ce petit travail. Nous voudrions tout de même présenter quelques observations au sujet de la partie de la théorie qui traite du rôle des banques dans la création de la monnaie. Avant cela, nous tenons à attirer l'attention sur un fait qui nous paraît très important. Quand on analyse la théorie de la monnaie de M. Cassel, on constate qu'elle présente des grandes affinités avec les théories monétaires dites « nominalistes », émises par le professeur allemand Knapp et développées après lui par d'autres auteurs Allemands, Bendixen, Liefmann, Elster et autres. Ainsi on trouve la même définition de la monnaie chez ces auteurs que chez M. Cassel. Tous refusent de définir la monnaie comme étant un poids de métal. Pour Knapp, l'unité monétaire est une « unité abstraite par laquelle on exprime la grandeur des paiements ». (1) Cette idée est beaucoup mieux développée chez Bendixen : « La monnaie est une unité abstraite de valeur..... elle est un nommeur général (*Generalnenner*) des valeurs ».(2). Pour Liefmann, la monnaie est, comme pour M. Cassel, une « unité de calcul ». (3) Sur les autres points essentiels, les idées de M. Cassel sont identiques à celle des auteurs nominalistes. Il en est ainsi pour la consistance de la monnaie. Dans la question de la valeur

(1) *Die staatliche Théorie des Geldes*, p. 7.
(2) *Geld und Kapital*, 3e édit., 1922, pp. 17, 28 et suiv.
(3) *Geld und Gold* (1916), p. 90.

de la monnaie, Bendixen dit : « La monnaie a la valeur de tout ce qu'elle peut acheter ». (1) Le même auteur, au sujet de la création de la monnaie, développe des idées très proches de celles que M. Cassel émet sur ce sujet. (2)

Grande différence en ce que Knapp ne croit pas à la théorie quantitative.

Nous soulignons ces affinités entre la théorie de M. Cassel et les théories « nominalistes » de la monnaie à cause du fait que M. Cassel doit être considéré comme le prédécesseur de ces auteurs. A la vérité, il a formulé sa théorie en 1904 (3), donc un an avant Knapp. Ainsi la révolution doctrinaire en matière monétaire, commencée au début du xx[e] siècle, n'a pas été inaugurée par Knapp, mais par M. Cassel.

La partie de la théorie de M. Cassel traitant du rôle des banques dans la création de la monnaie nous semble sujette à critique sur deux points. C'est, d'une part, sa manière de voir dans la traite commerciale la couverture idéale des moyens de paiement, et, d'autre part, l'efficacité qu'il attribue au taux d'escompte comme régularisateur de la demande de crédit et de la stabilité des prix.

(1) Op. cit., p. 23.

(2) Friedrich Bendixen, *Das Wesen des Geldes*, 3[e] édit., 1922.

(3) Voy. Cassel, *The nature and necessity of interest*, p. 158 et s. et *Money and foreign exchange*, p. 180.

Comme on sait, M. Cassel enseigne que la création de la monnaie ayant pour couverture les traites commerciales, correspond le mieux au développement de la production. Le producteur qui achète à crédit des matières premières, les façonnera et se procurera, par la vente des produits, les fonds nécessaires au paiement de la traite à l'échéance. Les biens qu'il aura produits iront dans les mains du consommateur, et alors la somme de monnaie qui a été crée, retournera à la Banque ; ou bien ils continueront à circuler et serviront de couverture à une nouvelle création de monnaie. La monnaie ne sera donc créée qu'à l'occasion d'un acte de production et prendra fin avec la consommation des produits. Il est facile de constater que dans la vie pratique, les choses ne se passent pas toujours ainsi. Les marchandises qui donneraient aujourd'hui naissance à une traite commerciale pourront très bien ne pas être vendues à l'échéance. Ou bien elles pourraient être vendues deux ou trois fois et de cette façon servir de garantie à plusieurs traites dont une seule serait réellement couverte; dans ce cas, le capital réel mobilier de la société ne correspondrait pas à la masse monétaire ; en outre, cet état de choses pourrait être aggravé par l'établissement des traites de complaisance qui ne correspondraient à aucun acte de production.

Quant à l'efficacité que M. Cassel attribue au taux

d'escompte pour régulariser la création monétaire (1), elle nous paraît exagérée. La pratique nous démontre que le taux d'intérêt ne suffit pas pour décourager la demande de crédit. Cette demande dépend plutôt des conjonctures économiques. Quand elles sont favorables au commerce et à l'industrie, une élévation du taux d'escompte ne sera pas une entrave à la demande de crédit. Les producteurs réussiront presque toujours à faire supporter cette élévation par le consommateur. C'est même une chose connue que jamais les profits ne sont aussi importants qu'au moment de l' « argent cher ». Nous voyons qu'en Allemagne l'élévation progressive du taux de l'escompte de 5 % en juillet 1922 à 12 % en janvier 1922 n'a pas eu pour effet de comprimer la demande de crédit. Le portefeuille commercial de la Reichsbank a passé de 5 milliards en juillet à 422 milliards en janvier 1922. La Banque d'Angleterre a baissé progressivement son taux d'escompte de 6,5 % en janvier 1921 à 5 % au 1r janvier 1922, et à 3 % en septembre 1922. Or, cette baisse ne s'est traduite par une augmentation ni de la circulation fiduciaire ni du portefeuille de traites, ni du volume des dépôts, au contraire.

Une augmentation du taux d'escompte n'a donc pas toujours l'effet que lui attribue M. Cassel. Le moyen

(1) « Le principal instrument aux mains des banques pour maintenir une valeur stable à la monnaie, est leur taux d'escompte. » Cassel, *Money and foreign exchanges after 1914*, p. 101.

vraiment efficace consiste dans la réduction radicale par les banques de leurs avances. Ce moyen combiné avec une politique appropriée du taux de l'escompte peut maintenir la stabilité des prix aux époques de calme ; mais son efficacité peut être sensiblement atténuée dans certains cas, par exemple dans le cas d'une augmentation brusque de la production ou quand le public remet dans la circulation de grandes quantités de monnaie thésaurisée, (1).

Mais en admettant même que les banques puissent par les susdit assurer pleinement la stabilité des prix, qu'est-ce qui garantit que les banques en useront de façon à ce que la société en retire davantage? Pour que les banques mènent à bien leur politique de crédit, il faut, tout d'abord, que leur direction possède un criterium auquel elles conformeront leur politique ; il faut qu'elles sachent exactement à quel moment et dans quelle mesure elles peuvent accorder du crédit. Dans le cas où l'émission de billets de banques est limitée par la loi et conditionnée par le maintien d'une réserve métallique, la situation est simple. Les banques d'émission assurent la stabilité des prix en défendant leurs réserves. L'obligation de paiements en espèces qu'on leur impose, est la garantie qu'elles n'accorderont pas trop de crédit. Toute autre est la situation, lorsqu'on est en présence d'un papier-

(1) Nous reviendrons sur ce point quand nous traiterons de la stabilisation des changes.

monnaie, qui suivant M. Cassel, se prête le mieux à une régularisation parfaite. On peut s'imaginer qu'ici encore la loi fixe aux émissions une limite que la banque ne pourra pas dépasser. Mais le cas qui nous intéresse ici, n'est pas tel. M. Cassel conçoit, en vérité, le système du papier-monnaie sur la base du « banking principle », c'est-à-dire comme un système où la masse monétaire possède une élasticité correspondant aux exigences du marché. Dans ce cas, quelles règles suivront les banques dans leur politique de crédit ? M. Cassel dit : « Le criterium d'une saine politique bancaire est que la quantité de monnaie n'augmente point, excepté naturellement dans le cas où l'expansion économique générale du pays accentue la demande des moyens de paiement ». (1) Cette règle nous paraît trop vague. L'expression d' « expansion économique », en vérité, n'est ni précise ni sûre. Si on apprécie cette expansion d'après les demandes de crédit, on risque beaucoup de se tromper, puisque le nombre d'inventeurs et d'entrepreneurs qui ont de grands projets et peu d'argent, est très grand à toute époque. Si même on suppose que les banques sauraient comment on doit régulariser l'approvisionnement du marché, en moyens de paiement, on doit se demander si elles seraient en état d'appliquer strictement ces principes. Non seulement il peut arriver qu'elles se trompent ; mais, ce qui

(1) *Money and foreign exchanges after 1914*, p. 102.

est plus probable, elles pourront ne pas disposer d'assez de liberté et d'indépendance, pour mener la politique qu'elles trouveront nécessaire, ainsi que nous avons vu pendant la guerre, où les banques étaient complètement entre les mains des gouvernements.

En dehors de l'Etat, il y encore d'autres facteurs dont l'influence est très grande et auxquels les banques ne pourront pas toujours résister.

En cette matière, on ne pourra jamais assez répéter les mots de Ricardo : « L'expérience prouve que chaque fois qu'un gouvernement ou une banque a eu la faculté illimitée d'émettre du papier-monnaie, ils en ont toujours abusé. » (1).

III

La monnaie devant remplir le rôle d'une mesure de valeur devrait, comme toutes les autres mesures, satisfaire à une condition primordiale : c'est d'être invariable. Or, l'histoire monétaire nous démontre pleinement que jusqu'à présent aucune monnaie n'a satisfait à cette condition et que l'humanité qui, dans tous les

(1) *Des principes de l'Economie et de l'Impôt* (Paris 1882), p. 2[illegible]3.

domaines, a accompli des progrès admirables, n'a pas réussi à créer une monnaie de valeur constante. Les variations de la valeur de la monnaie, c'est-à-dire les variations des prix, ont constitué depuis des siècles un problème qui a intrigué les penseurs, et, très tôt, l'idée ett venue de voir un rapport entre la quantité de la monnaie et les prix. Cette idée est l'application de la première vérité économique dont les hommes se sont rendus compte : c'est que la valeur d'échange d'une marchandise diminue à mesure que cette marchandise devient abondante. Le fait qu'il existe un rapport entre la masse monétaire et les prix a été soutenu pour la première fois par Jean Bodin (1568) qui attribuait la hausse des prix au seizième siècle à l'abondance de métaux précieux (1). C'est donc lui qui a fondé la « théorie quantitative » de la monnaie, qui a reçu sa première forme scientifique de John Locke (1691). Cette forme primitive de la théorie quantitative est la suivante : La masse de monnaie achète la masse des marchandises ; la valeur totale de la masse monétaire est donc égale à la valeur totale de la masse des marchandises; il s'ensuit que la valeur de l'unité monétaire est inversement proportionnelle à la quantité de monnaie. Cette formule primitive a subi au cours des temps de nombreuses modifications plus ou moins profondes, et on peut dire que l'interprétation de

(1) *Réponse aux paradoxes de M. de Malestroit touchant l'enchérissement de toutes les choses et des monnaies* (Paris, 1568).

la théorie quantitative varie suivant chaque auteur. Le sort de la théorie a été très changeant. Défendue admirablement par les économistes de l'Ecole classique, elle a été, surtout à partir du troisième quart du dix-neuvième siècle, l'objet d'attaques très violentes, et, à la veille de la guerre, elle était fortement discréditée, surtout en Allemagne où elle ne comptait aucun représentant notable. La littérature monétaire de la guerre montre dans quel discrédit la théorie quantitative était tombée : la majorité des auteurs contestait toute influence des émissions monétaires sur les prix. Il fallut qu'une douloureuse expérience démontrât la fausseté de leurs doctrines. « On voudra à peine croire, dans cinquante ans, disait Ricardo, que les directeurs de banque et les ministres ont soutenu à la fois, devant le Parlement et devant les comités nommés par les Parlements, que des émissions de billets de la Banque d'Angleterre n'avaient pas et ne pouvaient pas avoir d'action sur les prix des marchandises ou des lingots, ni sur l'état des changes. » (1). Non seulement cinquante, mais même plus que cent ans sont passés et la prophétie de Ricardo ne s'est pas réalisée : nous avons dû voir la faillite d'une science qui, en traitant les problèmes monétaires d'une manière purement métaphysique, n'a pas su comprendre les vérités économiques les plus élémentaires.

(1) Op. cit., p. 290.

Le lecteur se rappelle que pour M. Cassel la monnaie tire sa valeur uniquement de sa rareté. De cette importance que M. Cassel attribue au problème quantitatif on pourrait conclure qu'il a été depuis toujours partisan absolu de la théorie quantitative. Ce n'est point le cas, au contraire : M. Cassel prétendait avant la guerre « que la question de savoir quelles seront les conséquences d'une augmentation de la quantité monétaire sur le niveau général des prix, ne peut nullement être résolue par les moyens de la théorie pure » (1). A ses yeux, la portée de la théorie quantitative ne peut être démontrée que par l'expérience, par un « examen systématique des faits » (2), et cet examen ne pourrait, selon lui, être fait que dans le cas où serait en usage un papier-monnaie, monnaie théoriquement la plus simple (3). Aussi, dès la généralisation du papier-monnaie produite par la guerre, M. Cassel a entrepris cet examen statistique. Le résultat auquel il est arrivé et qui, selon lui, « ne pouvait pas être prévu et qui, par conséquent, représente un nouvel enrichissement de notre savoir », est que l'expérience de la guerre a pleinement démontré la validité de la théorie quantitative (3). Seulement son interprétation de cette théorie diffère sensiblement de l'interprétation courante. Voici quel est, d'après lui, le

(1) *Die theoretische Sozialoekonomie*, p. 405.
(2) Op. cit., p. 406.
(3) Op. cit., p. 576.

mécanisme de la théorie quantitative. Un accroissement de quantité monétaire qui ne correspond pas à un accroissement de production aura pour résultat de provoquer la hausse des prix. La mesure dans laquelle les prix s'élèveront, est pour M. Cassel impossible à déterminer d'avance. La hausse des prix aura à son tour pour conséquence un accroissement proportionnel du besoin monétaire de la société, d'où un rapport proportionnel s'établira entre la circulation monétaire et les prix (1).

Comme on le voit, l'interprétation de M. Cassel diffère considérablement de celle qu'on rencontre couramment dans la littérature monétaire. D'habitude on prétend qu'une augmentation de la circulation a pour résultat une augmentation exactement proportionnelle des prix (2). M. Cassel dit au contraire : « Nous ne pouvons pas calculer par voie thorique quel sera le niveau auquel s'élèveront les prix. » Cette affirmation est très juste. Une augmentation de quantité de la monnaie ne pourrait avoir pour conséquence une hausse proportionnelle des prix que dans le cas où elle se traduirait par une élévation proportionnelle et immédiate de tous les revenus. L'expérience nous démontre que ce n'est point le cas, et qu'au contraire, le surplus de la circulation se partage d'une façon inégale chez les différents individus et dans

(1) *Money and foreign exchanges after 1914*, p. 27.
(2) *Voir Irving Fisher, Purchasing power of money* (New-York, 1911), p. 157.

les différentes classes. Si même les revenus de tous les individus avaient augmenté dans la même mesure, on ne devrait pas s'attendre à une hausse exactement proportionnelle des prix. Supposer cela, c'est croire que les hommes emploieront la somme qui représente l'accroissement de leurs revenus de la même manière que le reste de ces revenus et que la demande de tous les biens ayant augmenté dans une proportion uniforme, les prix s'élèveront dans la même mesure. A la vérité, les hommes emploieront l'accroissement de leurs revenus de différentes manières et n'exerceront pas une pression simultanée sur le marché. D'autre part, la théorie quantitative ainsi conçue néglige le facteur important de la production. Dire que les prix s'élèveront en proportion exacte de l'augmentation de la circulation, c'est supposer que l'offre des produits est restée inchangée. Or, la marche de la production n'est pas rythmique et continue, et la masse des produits peut très vite changer de volume et influencer les prix.

L'avantage de l'interprétation de M. Cassel réside précisément dans ce qu'elle n'encourt pas ces reproches. Elle ne voit pas dans la hausse des prix une grandeur donnée d'avance. Cette hausse résultera de la situation du marché, sur lequel le nouveau pouvoir d'achat jouera un rôle prépondérant dans le sens de la hausse, mais où d'autres facteurs encore déterminant les prix exerceront leur influence.

La seconde affirmation de M. Cassel qu'un rapport de proportionnalité s'établira entre la circulation et la hausse des prix est fondée, mais pourtant sujette à critique dans une certaine mesure. Il est logique d'attendre qu'une hausse des prix accroisse proportionnellement le besoin de monnaie et, par conséquent, la circulation monétaire. De même, s'il arrive que la circulation augmente dans une mesure plus forte que les prix n'ont haussé, on peut s'attendre à ce que le public ne garde que la quantité de monnaie nécessaire au commerce et que le reste retourne à la banque. Seulement ce mouvement suppose que les méthodes de paiement ne changent point et qu'on continue à se servir dans la même proportion qu'auparavant des différents moyens de paiement. Une population qui est habituée à faire ses paiements au moyen de billets de banque continuera à s'en servir exclusivement. Il en sera de même d'une population habituée à l'usage du chèque. On doit supposer aussi que le volume de la thésaurisation est resté le même. Rien n'autorise à croire que ces conditions se maintiendront et que, par conséquent, il s'établira une proportionnalité entre la hausse des prix et l'accroissement de la circulation. On doit même s'attendre à ce que cette hausse provoque des changements dans la méthode de paiement. Les prix élevés favoriseront l'usage du chèque. Une meilleure utilisation de la circulation existante pourra suppléer à un besoin monétaire accru. D'autre part, l'expé-

rience nous démontre que c'est précisément aux époques des grandes variations de prix que la thésaurisation est la plus forte. D'autres facteurs encore dont le fonctionnement ne peut être prévu empêcheront l'augmentation de la circulation monétaire de se proportionner à la hausse des prix. D'ailleurs, si on voulait établir l'exactitude de cette affirmation, on se heurterait à des difficultés insurmontables. D'abord, il est excessive- difficile de se faire une idée quelque peu exacte du niveau des prix. Quant à la circulation monétaire, si on voulait la déterminer, il faudrait connaître le montant de la monnaie thésaurisée à l'intérieur et à l'extérieur d'un pays ; pour arriver à établir une relation avec l'état d'avant-guerre, il faudrait savoir quelle est la quantité de billets émise en remplacement de la monnaie métallique qui a disparu de la circulation, la quantité de monnaie qui correspond au développement normal économique du pays ou à un accroissement territorial, etc. Tout cela rend impossible l'estimation de la circulation monétaire effective à un moment donné.

Malgré ces objections, on doit reconnaître que la formule de M. Cassel reste la meilleure explication du rapport entre les variations de valeur de la monnaie et les variations de sa quantité.

CHAPITRE II

LA THÉORIE DU CHANGE

I. L'INTRODUCTION. — II. L'EXPOSÉ DE LA THÉORIE. — III. LES DÉVIATIONS ANORMALES DES CHANGES. — IV. L'INTÉRÊT PRATIQUE DE LA THÉORIE. — V. ET VI. LA CRITIQUE. — VII. ANALYSE DU COMMERCE INTERNATIONAL. — VIII. VÉRIFICATION STATISTIQUE. — IX. LA THÉORIE DE LA BALANCE DES COMPTES.

I

L'Etat est maître en matière monétaire à l'intérieur du pays, mais son autorité expire à ses frontières, et il n'est point en son pouvoir d'obliger les étrangers à accepter sa monnaie en paiement. Aussi quand ses sujets ont des paiements à faire à l'étranger, ils sont forcés de se procurer de la monnaie du pays où le versement doit être opéré. Ils en obtiennent en échange de leur propre

monnaie. L'opération qui naît à cette occasion est appelée le change. Dans la pratique, ce nom est plus fréquemment employé pour désigner le prix de cette opération(1). Autrement dit, dans cette seconde acception, le change est le prix de la monnaie étrangère exprimé en monnaie nationale.

Ainsi que nous l'avons vu dans le chapitre précédent, le problème essentiel de la monnaie consiste à établir ce qui détermine la valeur de la monnaie par rapport aux marchandises et aux services à l'intérieur d'une entité économique. En matière de change, la question capitale est celle de savoir de quoi dépend la valeur de la monnaie nationale par rapport aux marchandises et aux services étrangers. Le progrès technique, en facilitant l'échange international des produits, a eu pour conséquence la spécialisation des diverses nations dans différents genres de production. Un Etat moderne ne produit pas tout ce qu'il consomme. Il se contente de développer le genre de production qui correspond le mieux à sa situation géographique et au goût et aux qualités de ses habitants. Il obtient les biens qu'il ne produit pas, par l'échange de ses propres produits (2). On peut

(1) *cf.*, pour plus de détails : Paul Rebond, *Essai sur les changes étrangers* (Paris, 1900), chap. I, et J. Décamps, *Les changes étrangers* (Paris, 1922), Introduction.

(2) Qu'il nous soit permis de reproduire une petite esquisse du livre de M. K. Renner : *Le Marxisme, la Guerre et l'Interna-*

dire que dans l'état présent de la civilisation, les nations ne peuvent pas se passer les unes des autres. Tout ce qui entrave l'échange régulier des produits cause donc un lourd dommage à l'économie particulière des diverses nations, et tous les probèmes qui se rapportent au commerce international sont de la plus haute importance. Cette conclusion s'applique particulièrement au problème du change, qui est la base de tout le système d'échange international des marchandises.

Si, pour leurs paiements à l'étranger, les divers Etats se servaient d'une monnaie commune, la situation serait

tionale (Stuttgart, 1918), p. 171, qui dépeint spirituellement la solidarité économique internationale :

« A son déjeuner du matin, l'homme du peuple prend, avec son « pain blanc national, du café du Brésil, du thé de Chine ou des « Indes et avec cela du rhum des îles de l'Inde Occidentale pour « son dîner, avec de la viande du pays, il prend du riz d'Egypte, « des Indes orientales ou de Java ; s'il est ouvrier anglais, il « consomme même, au lieu de la viande de son pays, de la « viande frigorifiée d'Australie ou d'Argentine. Des épices et des « fruits du Midi, du tabac, et d'autres produits lui ont été appor- « tés de toutes les cinq parties du monde. Cet internationalisme « est encore tout à fait suggestif dans ses vêtements : le cuir de « ses bottes provient de Russie ou du Canada, le coton de ses « habits d'Amérique, d'Amérique, d'Afrique ou d'Asie. Nul ne « saurait dire si le mince filet d'or de son anneau nuptial provient « des anciens lavoirs de Californie, des nouveaux de l'Afrique « du Sud ou de l'Australie, ou même d'anciennes mines aban- « données dans son pays. Bref, il suffit d'une seule journée de « sa vie pour que cinq parties du monde s'unissent afin de satis- « faire aux moindres besoins de parure. Du matin au soir, du « chapeau à la semelle de ses souliers, il est l'usufruitier de l'éco- « nomie du monde, le bénéficiaire de l'immense circulation géné- « rale qui se poursuit entre tous les peuples ! »

bien simple et la question du change ne se poserait point. Telle était la situation avant la guerre quand l'usage de l'or pour les règlements internationaux était généralisé. Les différents systèmes monétaires se trouvaient en relation fixe, et cette relation était exprimée par leurs parités métalliques, c'est-à-dire par le rapport permanent des quantités d'or que contenaient les divers systèmes monétaires. Ainsi, par exemple, la loi française du 17 germinal an XI a prescrit de frapper 155 pièces de 20 francs avec un kilogramme d'or au titre de 0.900. Il s'ensuit que le franc contient un poids d'or fin de gr. 2903225. Si on veut déterminer le change français sur un autre pays, on n'a qu'à établri le rapport de cette quantité d'or fin à celle que contient la monnaie de l'autre pays. Selon la loi anglaise, le poids de l'or pur contenu dans une livre sterling est de 7 gr. 32238. Le rapport entre le franc et la livre est donc de :

$$\frac{0,2903225}{7,32238} = \frac{1}{25,221}$$

En pratique, ce rapport métallique se trouve rarement exprimé dans le cours de change d'une façon absolue et précise. Les variations sont fréquentes, mais elles ne peuvent se produire que dans les limites des deux points d'or, le point d'entrée et le point de sortie. Ces deux points limites des oscillations des changes sont déterminés par les frais de transport et d'assurance de l'or.

La situation est autre si l'on est en présence de systè-

mes monétaires basés sur deux métaux différents. Le change sera alors déterminé par le rapport entre la valeur commerciale des deux métaux. L'histoire monétaire est riche en exemples où un changement survenant dans les prix de ces deux métaux, l'or et l'argent, a provoqué des perturbations économiques d'une extrême gravité (1).

Quelle est la situation lorsqu'on se trouve en présence d'un papier-monnaie convertible? Suivant quelles lois et sous quelles influences variera le change d'un pays qui se trouve sous le régime du cours forcé? Au cours de la dernière guerre, presque tous les Etats ont décrété le cours forcé. Comme, selon toutes les probabilités, un grand nombre devront maintenir ce régime pendant de longues années encore, il est de la plus haute importance de bien étudier cette matière et de dégager les règles qui la régissent. La science économique, dès sa naissance, s'est proposé de résoudre ce problème ; de brillantes études ont été publiées à ce sujet; mais aucune solution n'a été généralement admise, et on peut dire que cette partie est restée la plus obscure de l'Economie Politique.

Jusqu'à présent, lorsqu'un pays avait recours à l'usage du papier-monnaie, presque toujours suivi d'un excès d'émissions, c'était ordinairement un cas isolé, et la dépréciation n'atteignait jamais les proportions fantastiques qu'on constate à présent. Aujourd'hui, la situa-

(1) Voir Arnauné, *La Monnaie, le crédit et le change*, pp. 32 et suiv.

tion est toute différente. Le papier-monnaie est presque seul employé comme moyen de paiement, et les variations des cours de change ont atteint les proportions qu'on n'avait jamais enregistrées dans l'histoire monétaire. En outre, cet état de choses coïncide avec un déséquilibre économique mondial et il en est la cause principale. Les grandes destructions de capitaux, une production amoindrie et l'instabilité des cours de change sont les caractéristiques de notre époque. Cet état de choses a donné lieu à une littérature abondante et provoqué les plus vives controverses. Les théoriciens en cette matière se sont partagés en deux champs. Les uns attribuent la baisse du change à la passivité de la balance des comptes, les autres en cherchent la cause dans la dépréciation monétaire par suite d'inflation. Il est de la plus haute importance que cette controverse soit aplanie dans le sens de l'une ou de l'autre de ces théories, ou bien qu'on établisse la part respective qu'elles peuvent avoir dans les variations des changes. C'est seulement quand on aura établi les vraies causes de la dépréciation des changes qu'on pourra, en les neutralisant, réaliser l'assainissement monétaire. Si la théorie qui attribue les variations des changes à l'inflation monétaire est fondée, l'Etat devra s'efforcer d'en écarter l'influence en entreprenant une action propre à réduire la circulation fiduciaire et à faire baisser les prix. Au contraire, si la dépréciation du change est la conséquence de la passivité de la balance

des engagements, l'action devra avoir pour but de rétablir l'équilibre de cette balance. Ou bien, si l'opinion intermédiaire est exacte, on agira simultanément sur les deux facteurs.

II

La théorie du change associée au nom de M. Cassel et enseignée par lui depuis une vingtaine d'années à l'Université de Stockholm, dérive directement de sa théorie de la monnaie. On sait que, pour lui, chaque unité monétaire a une valeur déterminée par sa seule rareté et non par une qualité matérielle quelconque, et qui est représentée par la quantité de marchandises et de services qu'elle peut procurer à son possesseur. L'essentiel de son idée, c'est que cette valeur de l'unité monétaire en est inséparable, et que, si même la monnaie vient à quitter son pays d'origine, elle ne devient pas, comme sont d'accord à le croire les nominalistes et les métalistes, une simple marchandise dont le prix est déterminé par la loi de l'offre et de la demande, mais elle reste ce qu'elle était auparavant, un pouvoir d'achat, un droit à une certaine quantité de marchandises et de services dans

son pays d'origine. L'intensité de l'offre et de la demande dont cette monnaie est l'objet sur le marché monétaire n'a pour M. Cassel qu'une importance tout à fait secondaire. Si la monnaie vient à être échangée contre une autre, son cours de change est déterminé par le rapport existant entre les valeurs de ces deux monnaies, c'est-à-dire entre leurs pouvoirs d'achat. Si, par exemple, leurs pouvoirs d'achat sont égaux, chaque unité de l'une s'échangera contre une unité de l'autre. Dans la mesure où ces pouvoirs d'achat varieront indépendamment l'un de l'autre les taux auxquels elles seront échangées varieront aussi et dans les mêmes proportions.

Donc, entre des changes-papiers, il existera à tout moment un rapport fixe qui seul déterminera le niveau des changes et autour duquel les cours oscilleront. Ce rapport, M. Cassel l'appelle la parité de pouvoir d'achat.

L'intérêt accordé à une telle théorie pouvait ne pas être bien grand avant la guerre, étant donné que, grâce à l'usage de l'or, les variations du change étaient minimes. C'est la guerre, en généralisant l'usage du papier-monnaie, qui a donné à cette théorie un énorme intérêt d'actualité. La transformation de tous les systèmes monétaires en des sytèmes de papier-monnaie a été pour M. Cassel une excellente occasion de vérifier et de compléter sa théorie. C'est ce qu'il a fait dans une série de livres et d'articles publiés au cours de la guerre et après l'armistice. Au moment où il a entrepris cette vaste

étude, les auteurs et les praticiens étaient unanimes à attribuer la dépréciation du change à l'état déficitaire de la balance des comptes. En 1915, l'excédent d'importations françaises était de 5 milliards et demi et la perte du change sur la Suisse était en moyenne de 4,5 %. Dans le compte rendu de la Banque de France, on lit (à la page 10) : « Cet excès d'importations pèse lourdement sur notre balance économique ; il est l'unique cause de l'altération momentanée de notre change, qu'une reprise de nos exportations suffirait à ramener à un niveau normal. » En 1916, la perte de change est en moyenne de 10,5 %. Devant cette situation, M. Gide s'écrie : « Eh bien ! il ne faut pas s'étonner de cette baisse, puisque je répète qu'il y a 8 milliards à payer et qu'il n'y a que 3 milliards de papier disponible qu'on se dispute. Ce qui est merveilleux, c'est que le cours ne monte pas davantage, il devrait monter indéfiniment. » (1).

En Allemagne, la grande majorité des auteurs ne cessent d'attribuer la baisse du change allemand au déséquilibre de la balance de commerce provoqué par le blocus des Alliés, et de prédire le retour au pair dès que cette cause sera écartée. « La baisse du change est toute entière l'effet de certaines conditions techniques de notre commerce internationale », disait en 1915 le Ministre des finances Helfferich, l'un des meilleurs spécialistes alle-

(1) *L'or et le change*, Paris, 1916, p. 11.

mands en questions monétaires (1). La même opinion est défendue en Italie par M. Santoponte dans plusieurs articles de *Il Giornale degli economisti.*

Nous avons dit que la théorie de M. Cassel a pris naissance et a été formulée nombre d'années avant la guerre ; mais, n'étant donnée qu'en suédois, elle était restée pour ainsi dire inconnue. C'est en 1916 à peine qu'elle est devenue accessible au grand public. Sous sa forme primitive, elle n'a été publiée que plus tard. On la trouve exposée dans le grand ouvrage de M. Cassel « *Die Theoretische Sozialökonomie* », écrit avant la guerre, mais dont les événements ont retardé la publication jusqu'en 1918. C'est dans son article « *The present position of the foreign exchanges* » des numéros de l'*Economic Journal* de mars et de septembre 1916, et dans son livre « *Deutschlands wirtschaftliche Widerstandskraft* » (pp. 129-156), publié à la même époque, que M. Cassel, après avoir pendant quelque temps suivi attentivement l'évolution monétaire des divers pays, présente au public sa théorie du change.

Voici la forme première de sa théorie :

« Les variations définitives dans les cours de change peuvent avoir lieu dans le seul cas où ont pu se produire les changements du niveau général des prix d'un autre

(1) *Kriegsfinanzen*, p. 50. *Cf.* Charles Rist : *Les finances de guerre de l'Allemagne*, p. 170 et suiv.

pays. Dans ce cas, les changements dans la valeur relative de la monnaie se manifestent par des changements dans le cours du change. » (1). Quant aux variations accidentelles, M. Cassel les attribuait aux déséquilibres de la balance des comptes (2).

A cette forme primitive de la théorie, M. Cassel a apporté des modifications et des perfectionnements notables. Sous sa forme définitive, la théorie se trouve dans le célèbre Memorandum sur « *Les problèmes monétaires du monde* », présenté à la Conférence de Bruxelles en 1920, et dans son livre « *Money and foreign exchanges after 1914* », paru à Londres en 1922. Nous rendons compte de cette théorie telle qu'on la trouve dans les ouvrages précités.

« Notre disposition à payer un certain prix pour la monnaie étrangère, repose principalement sur le fait que cette monnaie possède un certain pouvoir d'achat à l'égard des marchandises et des services dans son pays d'origine. D'autre part quand nous offrons telle ou telle quantité de notre propre monnaie, nous offrons en réalité un pouvoir d'achat, à l'égard des marchandises et des services dans notre propre pays. Par conséquent, notre estimation de la monnaie étrangère repose sur le

(1) *Cf.* Cassel, *Theoretische Sozialoekonomie*, p. 454.
(2) Op. cit., p. 454.

pouvoirs d'achat relatif des deux monnaies dans leurs pays respectifs. » (1).

M. Cassel prend en exemple deux pays, A et B, sous le régime de papier-monnaie et pratiquant mutuellement les échanges libres d'un commerce normal. Entre ces deux pays, se stabilisera un cours de change qui, à part de faibles variations, restera tel aussi longtemps qu'aucun changement ne proviendra dans les pouvoirs d'achats des deux monnaies et tant qu'aucune entrave importante ne sera apportée au commerce entre les deux pays. Mais aussitôt que se produit une inflation de la monnaie A et que pour cette cause son pouvoir d'achat diminue, la valeur de la monnaie A baissera dans le pays B dans la même proportion. Inversement, le même phénomène se produira pour la monnaie B, si c'est celle-ci qui est atteinte d'inflation. Supposons, par exemple, que l'inflation dans le pays A atteigne 320 % et dans le pays B 240 %, le nouveau cours de change sera les 3/4 de l'ancien (2).

Partant de ce raisonnement, M. Cassel arrive à la règle : « Quand deux monnaies ont subi une inflation, le change normal sera égal au cours ancien multiplié par le quotient entre les degrés des inflations dans l'un et dans l'autre des deux pays. » (3). Le cours de change

(1) Cassel. *Money and foreign exchanges after 1914*, p. 138.
(2) *Premier Memorandum.*
(3) Op. cit., p. 31.

que M. Cassel obtient au moyen de cette formule répond à une nouvelle parité entre les deux échanges et il lui donne le nom de la « parité des pouvoirs d'achat ».

En résumé, selon M. Cassel, le cours de change normal entre les deux pays sera déterminé par le quotient des pouvoirs d'achat de leurs monnaies.

Tous les autres facteurs auxquels on attribue ordinairement la baisse du change comme « la balance des comptes ou la confiance du monde dans l'avenir d'un pays, n'ont qu'une importance secondaire et temporaire. » (1).

III

A l'époque où M. Cassel a publié sa théorie (1916), les cours de change correspondaient dans une grande partie aux degrés d'inflation respectifs des divers pays (2). Mais

(1) *Economic Journal*, 1916, p. 65.

(2) Voir les graphiques et les tableaux que M. Cassel a publiés à ce sujet dans les numéros de l'*Economic Journal* de mars et de septembre 1916, et dans son ouvrage « *Deutschlands wirtschaftliche Widerstandskraft* p. 129-156.

cet état de choses s'est modifié assex rapidement et dès 1917 déjà on constate des écarts assez forts entre les cours de change et les parités de pouvoirs d'achat. Ainsi, par exemple, à New-York, le change suédois faisait prime de 30 %, bien que les prix en Suède fussent plus élevés qu'aux Etats-Unis et que, suivant la théorie de M. Cassel, la couronne suédoise dût être cotée plus bas que le dollar. En 1919, le mark allemand avait conservé à l'intérieur du pays un sixième de son pouvoir d'achat d'avant-guerre. Dans le même temps, la couronne suédoise ne procurait que le tiers de ce qu'elle achetait avant la guerre. Le rapport entre le change suédois et le change allemand devait donc être de 1 à 2 ; en réalité, il était de 1 à 6. Il serait facile de trouver d'autres exemples où les cours ne coïncideraient aucunement avec les cours normaux. Ces « déviations anormales », comme M. Cassel les appelle et qui semblent infirmer sa théorie, ont été de sa part l'objet de recherches intéressantes. Pour lui, l'étude des facteurs pouvant causer les « sous-évaluations » et les « surévaluations » des changes est un des « chapitres les plus compliqués, des plus actuels et pratiquement le plus important de la science économique ».

Les règles que M. Cassel a posées en cette matière doivent être considérées comme inséparables de sa théorie elle-même. Une critique de la théorie du change de M. Cassel qui ne tiendrait pas compte des facteurs qui,

suivant lui, peuvent fausser le fonctionnement de sa théorie, serait évidemment incomplète. Malgré l'importance qu'il accorde lui-même à ce complément de sa théorie, celui-ci se trouve trop souvent ignoré ou négligé par les divers auteurs. M. Cassel voit la cause principale des déviations anormales des changes dans les entraves apportées au libre échange international des produits. Le fait est tout à fait compréhensible quand on pense que sa théorie est basée sur l'hypothèse qu'une unité monétaire représente un même pouvoir d'achat, qu'elle soit en mains d'un national ou d'un étranger. Si par des moyens artificiels, on restreint le commerce ou on empêche ce pouvoir d'achat de s'exercer librement sur le marché national, on arrivera à ce que le change ne corresponde plus à sa parité de pouvoir d'achat. « Aussi longtemps, dit M. Cassel, qu'entre deux pays se maintient un régime de libre échange des marchandises et un commerce normal, les cours de change ne s'éloigneront pas sensiblement de leurs parités de pouvoirs d'achat. Les restrictions commerciales mêmes ne provoquent pas de ces déviations anormales, si ces entraves sont établies simultanément et dans une même mesure en chacun des deux pays. » (1) Mais «si le commerce entre les deux pays est plus entravé dans une direction que dans l'autre, la monnaie du pays dont les exportations sont relativement

(1) Cassel, *Abnormal deviations in international exchanges*, Economic Journal, December 1918.

plus restreintes tombera au-dessous de sa parité du pouvoir d'achat. » (1).

M. Cassel cite l'exemple de la Suède en 1917. Le dollar avait à cette époque un plus grand pouvoir d'achat que la couronne suédoise. Mais pendant la période (nov. 1917) de restrictions sévères d'exportations des Etats-Unis en Suède, le dollar cotait à Stockholm 2,55 au lieu de 3,75, ce qui est la parité. Aussitôt que les restrictions ont été levées, on a vu s'établir entre les deux changes un rapport correspondant aux pouvoirs d'achat respectifs de leurs monnaies.

Les restrictions opposées par les États-Unis à leurs exportations avaient eu pour résultat que les possesseurs suédois de dollars ne pouvaient pas les utiliser immédiatement en achetant des marchandises américaines. « Il était facile, dit M. Cassel, de se procurer des dollars, mais il était difficile d'en faire usage. » (2).

En dehors des restrictions du commerce international (3), M. Cassel envisage une série d'autres facteurs qui

(1) Cassel. *Money and foreign exchanges after 1914*, p. 147.
(2) *Economic Journal*, 1918, p. 415.
(3) Par restrictions au commerce, M. Cassel entend l'ensemble des mesures ayant pour but d'entraver les exportations ou les importations : prohibition absolue d'exporter ou d'importer, prohibition basée sur sur un système de licences, rationnement d'exportation ou d'importation, taxes sur les exportations, droit de douane à un caractère prohibitif, pratique d'exiger des étrangers des prix plus élevés que des nationaux, etc.
Voir Cassel, *Money and Foreign exchanges after 1914*, p. 148.

peuvent aussi éloigner les changes de leurs parités de pouvoir d'achat. Ce sont des facteurs d'importance secondaire, leur influence restant temporaire tant que la liberté des échanges de marchandises n'est pas contrariée.

Le plus important de ces facteurs, d'après M. Cassel, est la pratique de vendre à tous prix de la monnaie nationale à l'étranger pour acquérir des devises étrangères. Les pays qui ont à faire de grands paiements à l'étranger ou dont l'émigration de capitaux est très accentuée, ont recours à ce moyen que M. Cassel rappelle « un très mauvais succédané de l'emprunt ». Ils vendent leur monnaie directement aux spéculateurs étrangers « en leur offrant au lieu d'un intérêt élevé l'avantage d'un taux de change très bas. » (1) Cette opération, si elle se continue, ne manque pas de provoquer une baisse continue du change. Un cas particulièrement instructif est celui de l'Allemagne, sa monnaie nationale, comme on sait, ayant été depuis l'armistice l'objet d'une spéculation atteignant des proportions inouïes. L'opération poursuivie par l'Allemagne dans les dernières années est qualifiée par M. Cassel de « pure escroquerie ». Après avoir vendu des quantités énormes de sa monnaie à l'étranger, l'Allemagne a établi un système de différenciation des prix de ses produits selon qu'ils ont été ache-

(1) Voir Cassel, *Money and foreign exchanges after 1914*, p. 151.

tés par ses nationaux ou par les étrangers. De cette façon, elle a littéralement dépouillé les possesseurs étrangers de marks en les empêchant d'obtenir sur le marché allemand la quantité de marchandises à laquelle leur avoir en marks donnait droit (1).

Outre la vente directe de la monnaie aux spéculateurs étrangers, M. Cassel pense que la méfiance qu'on peut avoir dans l'avenir d'une monnaie peut aussi exercer une influence analogue sur le change. Souvent la dépréciation d'une monnaie n'est qu'une conséquence de ce que le public escompte une baisse future dans le pouvoir d'achat d'une monnaie. On s'aperçoit que le processus de l'inflation continue et que l'état des finances d'un Etat rend probable une plus grande dépréciation de sa monnaie. En conséquence, on a sur le marché monétaire la tendance d'anticiper sur les événements et l'évaluation de la monnaie sera donc plutôt « l'expression de la valeur qu'elle aura dans quelques mois ou peut-être dans un an » (2). Tel est dans son ensemble la théorie des parités de pouvoir d'achat.

(1) Cassel, op. cit., p. 152.
D'ailleurs l'Allemagne use du même subterfuge vis-à-vis de ses nationaux. Par sa politique d'inflation (à l'heure où nous écrivons ces lignes, l'émission de billets est de 50 milliards par jour) elle a fait amortir sa dette intérieure. Ce résultat qu'on perd trop souvent de vue, la met dans une situation très favorable vis-à-vis des autres Etats qui n'ont pas eu recours à cette répudiation de leur dette publique.

(2) Cassel, op. cit., p. 150.

IV

Il n'est pas besoin d'insister sur l'importance d'établir dans quelle mesure la théorie de change de M. Cassel possède le caractère d'une vérité scientifique. La controverse et le doute qui règnent depuis tant d'années en matière de change doivent cesser. Les péripéties monétaires des dernières années nous offrent un vaste champ d'études qui doit être rationnellement exploité, si l'on veut résoudre le problème du change et faire enfin la lumière sur l'un des points les plus obscurs de la science économique.

Mais bien plus encore que pour assurer à la science ce pur enrichissement, il est important d'établir l'exactitude de la théorie de M. Cassel, en raison des règles pratiques d'une importance extrême qu'on en pourra tirer.

Constater exactement quels sont les facteurs qui provoquent les variations des changes, c'est en même temps trouver les voies pour sortir du chaos monétaire de nos jours. Ces règles pratiques qu'on pourrait déduire de la théorie des parités de pouvoir d'achat sont nombreuses. Nous nous contenterons d'en citer quelques-unes.

1) Par le fait qu'un pays a en matière monétaire recouru au régime du cours forcé, l'ancienne parité métallique a disparu et n'a plus qu'un intérêt historique. La monnaie acquiert une nouvelle parité qui est déterminée par son pouvoir d'achat. Il est donc erroné de comparer les changes à leurs anciennes parités et de dire qu'ils sont « hauts » ou « bas ». La seule parité dont on doive désormais tenir compte est celle des pouvoirs d'achat.

2) Cette parité étant déterminée par le niveau général des prix, il s'ensuit qu'un pays ne peut améliorer son change qu'en agissant sur les prix ou en diminuant sa circulation fiduciaire. Toutes les autres mesures ayant pour but de réaliser une amélioration du change n'auront qu'un effet passager si l'amélioration obtenue ne correspond pas à la parité des pouvoirs d'achat.

3) La valeur internationale d'une monnaie correspondant à son pouvoir d'achat, tout essai de donner à cette monnaie une valeur internationale supérieure à son pouvoir d'achat aura pour l'organisation économique du pays des conséquences ruineuses. Le pays qui au moyen d'emprunts à l'extérieur réalise une amélioration de son change ne correspondant pas au pouvoir d'achat de sa monnaie, s'expose à la diminution de ses exportations et de sa production et à une crise économique que sans cela elle eût pu éviter. De même un pays riche en matières premières ou industriellement bien organisé n'est point par le fait même autorisé à croire que son change

est inférieur à ce qu'il devrait être et qu'il ne correspond pas à la puissance économique nationale. Si ce pays se livre à la politique d'inflation monétaire, son change baissera en proportion de cette inflation.

4) Il n'est pas exact comme on le dit souvent qu'entre deux pays à niveaux de prix différents tout commerce soit impossible. Dans ce cas, le change du pays à niveau élevé baisse en proportion de son élévation des prix, jusqu'à ce qu'un commerce normal soit devenu possible. De même il serait inexact de dire qu'en abaissant ses prix, un pays peut concurrencer avantageusement les autres. Cet abaissement de prix aura pour conséquence inévitable une amélioration proportionnelle du change.

5) Une hausse des prix à l'étranger ne peut provoquer une hausse des prix à l'intérieur d'un autre qu'à condition que ce dernier pays n'ait pas subi d'inflation monétaire. La hausse se produisant dans un pays étranger sera compensée par la baisse corrélative du change de ce pays même. Par conséquent, il est inexact de parler d'une « vague de baisse » ou d'une « vague de hausse ». Ce fait est particulièrement important puisqu'il ôte à un gouvernement qui pratique une politique d'inflation la possibilité de se disculper en alléguant la hausse des prix dans les autres pays. « Un pays, dit M. Cassel, qui a un système monétaire basé sur le billet inconvertible, est seul responsable du pouvoir d'achat de sa monnaie. » (1).

(1) Op. cit., p. 145.

V

Il n'y a rien de plus téméraire que de vouloir, dans le domaine de la science économique, poser des règles précises. C'est que les phénomènes économiques ne se laissent pas enfermer dans des formules mathématiques. La vie économique est un ensemble extrêmement compliqué ; elle donne l'impression d'une lutte gigantesque entre les innombrables facteurs qui agissent constamment en tous sens, sans qu'on puisse prévoir avec certitude les péripéties de cette lutte. On peut pourtant dégager dans ce bouillonnement confus certaines tendances des phénomènes économiques à se comporter d'une manière ou d'une autre. Mais ce sont seulement des tendances qu'on pourrait constater, et rien d'autre ; il serait arbitraire de vouloir les exprimer en formules mathématiques. Cette observation s'applique aux changes plus qu'à tout autre matière, surtout lorsqu'il s'agit du change-papier. Les facteurs qui peuvent exercer leur influence dans ce domaine spécial, sont tellement nombreux qu'il est vraiment très difficile d'imaginer une situation où leur influence serait complètement nulle. Or,

la théorie de M. Cassel est précisément construite sur une telle supposition. Il envisage une situation simple : deux pays pratiquant entre eux un échange normal des marchandises, et entre lesquels n'existent ni droits de douanes ni frais de transport ; il conclut que le change entre ces deux pays sera déterminé par le quotient entre les pouvoirs d'achat de leurs monnaies, c'est-à-dire que la monnaie d'un pays aura le même pouvoir d'achat dans l'autre pays qu'elle a à l'intérieur de son pays d'origine (1). Il est évident que la vie économique ne connaît pas une telle situation, et que M. Cassel se meut donc dans le domaine de la théorie pure. Il est vrai qu'il peut se faire qu'entre deux pays les frais de transport soient insignifiants et même que les droits de douane ou bien n'existent pas ou bien s'égalisent, ce qui revient au même ; mais d'autres facteurs empêcheront quand même la valeur de la monnaie d'être la même à l'intérieur et à l'extérieur du pays. Les Etats forment aujourd'hui des unités économiques indépendantes avec leur organisation économique, juridique et politique distincte.

Le pouvoir d'achat d'une monnaie à l'intérieur d'une unité économique dépend d'un grand nombre de conditions spéciales à ce pays. Pour que cette monnaie ait la même valeur à l'étranger, il faudrait que là aussi dominent des conditions identiques. Pour M. Cassel, les mon-

(1) *Money and foreign exchanges after 1914*, p. 175.

naies des différents pays circulent librement de l'un à l'autre sans perdre aucune partie de leurs pouvoirs d'achat : elles représentent partout la même quantité de marchandises et de services. Quel que soit leur possesseur, il pourra toujours obtenir dans leurs pays d'origine la quantité de marchandises et de services auxquels ces monnaies donnent droit. Théoriquement, ces principes paraissent bien fondés, mais ils ont le tort de ne pas tenir compte des réalités. En fait, les marchandises ne circulent pas sans difficultés entre les divers pays. A l'intérieur d'un pays, le commerce se développe dans des conditions juridiques, économiques, fiscales et autres, qui sont le résultat de la politique commerciale de ce pays et qui forcément ne sont point partout les mêmes. Le commerce extérieur d'un pays rencontre donc des difficultés que ne connaît pas le commerce intérieur. Outre les entraves artificielles que peut rencontrer le commerce extérieur, il y a encore celles que la nature a posées. Telles sont par exemple, les frais de transport. Suivant que la marchandise est envoyée au loin ou non, suivant qu'elle est expédiée par voie d'eau, de terre ou d'air, les frais de transport seront plus ou moins élevés. A un possesseur suédois d'une lire italienne, il ne servira pas à grand'chose de posséder un pouvoir d'achat représentant dix oranges en Sicile, si les frais de transport et le pourcentage de détérioration de la marchandise sont tels qu'il n'obtiendra pour cet argent, en fin

de compte, qu'une seule orange. On peut imaginer une infinité d'exemples où les difficultés que la nature oppose au mouvement des marchandises feront varier le pouvoir d'achat d'une monnaie à l'extérieur par rapport à l'intérieur (1).

Mais en dehors des causes dépendant des conditions matérielles du commerce international, et qui peuvent faire varier le pouvoir d'achat de la monnaie à l'extérieur, il y a aussi des conditions d'ordre monétaire. Par exemple, les nationaux peuvent avoir plus de confiance dans leur monnaie que les étrangers, et le fait peut avoir pour résultat que la valeur de la monnaie à l'intérieur du pays soit supérieure à sa valeur à l'étranger. On ne doit surtout pas oublier que pour son emploi à l'extérieur, la monnaie est vendue sur le marché comme une simple marchandise et que, par conséquent, son prix dépend des conditions de l'offre et de la demande et tous les facteurs d'ordre psychologique et technique du marché monétaire. Elle est souvent l'objet d'une spéculation internationale qui prend un développement parfois énorme. Tous ces facteurs peuvent réduire considérablement les chances d'un nivellement entre la valeur intérieure et extérieure d'une monnaie.

Quand la valeur extérieure de la monnaie, c'est-à-dire

(1) Voir à ce sujet les articles de M. Pigon : *Some problems of the foreign exchanges* dans l'Economic Journal 1920, p. 472, et *The foreign exchanges*, dans le numéro de novembre 1922, du



le change, vient, pour n'importe quelle cause, à s'éloigner de sa valeur intérieure, il est évident que la hausse ou la baisse du change ainsi provoquée aura pour conséquence la modification à l'intérieur du pays de certains prix qui à leur tour réagiront sur les autres prix. Il arrivera alors que ce ne sera pas le pouvoir d'achat de la monnaie qui déterminera le change, mais qu'inversement ce sera le change qui déterminera le pouvoir d'achat. Si cet état de choses se prolonge pendant un certain temps, les prix cessent d'être l'expression vraie du pouvoir d'achat de la monnaie à l'intérieur du pays, et le fonctionnement de la théorie de M. Cassel se trouve faussé.

A toutes ces difficultés s'en ajoute une autre tellement grande qu'elle menace de réduire la théorie à néant. C'est la difficulté à laquelle on se heurte quand on veut mesurer le pouvoir d'achat de la monnaie. Si on veut donner à la théorie une portée pratique, il faut qu'on puisse exprimer le pouvoir d'achat de la monnaie par des chiffres qui permettraient une comparaison entre les différents pouvoirs d'achat et l'établissement des cours théoriques. M. Cassel dit que c'est le niveau général des prix qui est la mesure du pouvoir d'achat de la monnaie. Mais qu'est-ce que le niveau des prix ? Un « mythe », dit M. Anderson, une « idée nébuleuse », dit M. Angel. Sans aller aussi loin, il faut tout de même reconnaître que le que le niveau de prix est une chose extrêmement difficile

à établir. A l'intérieur d'un pays, les prix de milliers d'articles peuvent varier sous l'influence de nombreux facteurs : tandis que les prix de certains produits et services baissent à cause, par exemple, de l'amélioration technique de leur production, le prix des autres peut s'élever, si, par exemple, la demande devient plus grande. Cette disproportion entre les prix est une chose qu'on constate très aisément. Ainsi, en Allemagne, en octobre 1922, le prix du blé était 760 fois plus élevé qu'avant la guerre, celui de la viande 570 fois, celui des denrées coloniales 1313 fois, celui des textiles 1188 fois, ceux du charbon et du fer 438 fois, etc.; l'indice total était de 120. (1) On voit par ce seul exemple que le pouvoir d'achat d'une monnaie ne change pas dans une même mesure pour tous les produits et services à l'intérieur d'un même pays. Comment alors obtenir un chiffre exprimant la valeur de la monnaie ?

La méthode de mesurer le niveau des prix au moyen de index numbers est certainement défectueuse. Les index n'expriment que la moyenne entre certains prix, et ils varient suivant qu'on a envisagé telle ou telle catégorie de prix. Nous voyons par exemple que dans les pays qui ont plusieurs index-numbers les différences peuvent être très grandes. Ainsi, par exemple, en juillet 1920, l'indice anglais de Board of Trade est 320, celui du Sta-

(1) *Wirtschaft und Statistik*, 2 octobre 1922, p. 675.

tist 298 et celui de l'Economiste 288. Aux Etats-Unis, à la même époque, l'indice du Bureau of Labor est 231, celui du Federal Reserve Board 240, l'indice du Dun 205, et celui de Badstreet 195. Le commencement de la grande baisse des prix aux Etats-Unis, en 1920, est enregistré en février par Bradstreet index et à peine quatre mois plus tard par celui du Dun.

Les indices du Federal Reserve Board pour la France sont en désaccord sensible avec les indices de la Statistique Générale Nationale. Non seulement une grande différence subsiste presque constamment entre les deux indices, mais on ne constate même pas de parallélisme entre leurs mouvements. Ainsi, en 1920, l'indice de la Statistique Générale commence l'année avec 489, celui de Federal Reserve Board avec 417, donc avec 72 points de moins. Cette différence varie constamment dans le courant de l'année. En mars, elle est de 78 points, en août de 4 seulement, et elle est de 6 à la fin de l'année. Les variations des deux indices ne montrent presque aucune paralllélisme ; au contraire, lorsqu'au mois d'octobre l'indice de la Statistique Générale dénote une hausse de prix de 24 points, celui du Federal Reserve Board accuse une baisse de 3 points. A la fin de l'année, suivant la Statistique Générale, le niveau des prix a baissé de 55 points par rapport au commencement de l'année. D'après le Federal Reserve Board, les prix français accusent au contraire une hausse de 3 points !

On voit donc combien il est risqué de se fixer aux nombres indices. Suivant M. Cassel, les changes entre deux pays doivent correspondre aux quotients de leurs niveaux de prix. Donc, pour savoir quel est le cours correspondant à la parité des pouvoirs d'achat entre la France et les Etats-Unis, on doit établir le quotient de leurs index-numbers. Selon qu'on prend l'indice de Bradstreet ou celui du Bureau of Labor, et d'autre part selon qu'on prend pour la France l'indice de la Statistique Générale ou celui du Federal Reserve Board, on obtiendra des résultats tout à fait différents.

Bien que le système des indices-nombres soit largement sujet à critique, on doit tout de même reconnaître que les difficultés en cette matière ont un caractère technique, que des améliorations notables ont déjà été réalisées, et que d'autres sont attendues. Il serait certes vain d'attendre que les index permettent de mesurer exactement la valeur de la monnaie; mais le système sera déjà d'une grande utilité s'il arrive à enregistrer fidèlement les variations du niveau des prix.

VI

On sait que la théorie des parités du pouvoir d'achat est basée sur le raisonnement suivant : Notre disposition à payer un certain prix pour la monnaie étrangère, doit finalement et essentiellement être basée sur le fait que cette monnaie possède un pouvoir d'achat à l'égard des marchandises et des services dans le pays étranger. D'autre part, quand nous offrons une certaine quantité de notre propre monnaie, nous offrons, en réalité, un pouvoir d'achat envers les marchandises et services dans notre pays. Notre estimation de la monnaie étrangère est donc fondée sur le pouvoir d'achat de la monnaie étrangère relativement à celui de notre propre monnaie.

Le raisonnement par lequel M. Cassel motive sa théorie est séduisant, et il semble qu'il serait impossible de lui adresser une objection solide. En effet, quand on part du point de vue que chaque monnaie possède une

valeur, représentée par la quantité de marchandises et services qu'elle peut procurer, il est logique de supposer qu'en cas d'échange de deux monnaies les échangeurs tiendront compte des valeurs de ces monnaies. Comment le possesseur de 100 fr. qui en France achètent 120 kgr de blé se déciderait-il à les céder contre 100 dinars qui en Yougoslavie achètent à peu près 20 kgr. de blé. (Actuellement, le change yougoslave sur Paris est de 600, et répond donc exactement au rapport des prix du blé dans les deux pays).

Malgré sa solidité, ce raisonnement soulève une objection : Tout le monde n'achète pas la monnaie étrangère en vue de s'en servir pour acheter des marchandises. Certains ont besoin de devises étrangères, pour payer leurs dettes. Pour eux, le pouvoir d'achat de la monnaie qu'ils sont obligés de se procurer ne représente aucun intérêt ; ils seront prêts à payer une prime pour pouvoir faire honneur à leur signature. Ce fait a particulièrement été exploité par les économistes allemands qui s'efforçaient de dépouiller la thorie de M. Cassel de son fondement logique en tâchant de prouver qu'on ne se procure jamais la monnaie étrangère en vue d'acheter des marchandises étrangères, mais pour payer les marchandises déjà achetées. Ainsi Bendixen dit : « Une devise étrangère n'est pas achetée comme moyen d'achat, mais comme moyen de payement. L'acheteur se procure la devise non en vue de faire un achat, mais pour payer ses

dettes, et il lui est tout à fait indifférent de savoir ce qu'on peut se procurer par elle ». (1)

Karl Diehl dit aussi : « L'étranger qui achète une traite sur l'Allemagne ne l'acquiert pas pour acheter des marchandises, mais pour payer une dette qu'il a contractée en Allemagne, par exemple, pour payer des marchandises déjà achetées ou qu'il va acheter, ou pour payer en Allemagne des intérêts ou dividendes de capitaux, ou pour tout autre payement. Le prix qu'il doit payer pour la monnaie allemande dépend de l'état des prix sur le marché des devises et non point de l'état des prix sur le marché des produits. » (2) La même opinion est soutenue par un grand nombre d'auteurs allemands connus comme, par exemple, Otto Heyn, Karl Elster. Pour ces auteurs, le raisonnement de M. Cassel serait « inexact et non du tout conforme à la réalité ». L'argument des auteurs allemands ne nous paraît pas fondé. A leurs yeux, les importateurs achètent les marchandises sans se préoccuper de ce qu'ils auront à payer demain. Le jour où ils devront effectuer leurs paiements, ils se rendront sur le marché des devises et achèteront celles dont ils ont besoin. Il est incontestable qu'un commerçant honnête sera prêt à payer un prix quelconque

(1) *Bestimmungsgründe der valutarischen Kurse*, dans le Weltwirtschaftliches Archiv., 1918, p. 65.

(2) *Uber Fragen des Geldwesens und der Valuta* (Iena, 1921), p. 59.

pour pouvoir remplir ses obligations; il est douteux qu'il soit tellement imprévoyant; et qu'il ne s'assure point contre l'éventualité d'un changement de cours. Cet argument porte plutôt en temps normal où les changements de cours sont minimes. Mais aujourd'hui la situation n'est pas la même. Les commerçants, malgré l'opinion de Bendixen, tiennent grand compte de ce qu'ils peuvent acheter avec une monnaie étrangère; ce point constitue l'élément essentiel de leurs calculs. En réalité, les choses se passent comme suit : Si les prix à l'étranger sont plus élevés que dans leur pays, ils se décideront à acheter dans le seul cas où ils pourront obtenir de la monnaie étrangère à un taux suffisamment bas pour pouvoir, tout compte fait, vendre les marchandises avec bénéfice dans leur pays. Aussi longtemps que cette possibilité ne se présente point, ils s'abstiendront d'acheter.

De même, si les prix sont plus bas à l'extérieur qu'à l'intérieur, les commerçants seront prêts à donner pour la monnaie étrangère une plus grande quantité de leur monnaie nationale. Mais leur disposition à payer une prime pour la monnaie étrangère, sera limitée par le niveau des prix à l'étranger. Supposons par exemple qu'un objet coûte en Angleterre 50 et en France 100 unités. Les commerçants français seront prêts à payer pour le change anglais une prime allant jusqu'à 50 %. Ils ne voudront pas dépasser cette limite, mais, le cas échéant, préféreront acheter la même marchandise en France. Par

conséquent, le pouvoir d'achat joue dans le cas du change-papier un rôle prépondérant dans les calculs des commerçants. Il est vrai qu'on verra toujours certaines personnes ayant des paiements urgents à faire, se faire la concurrence sur le marché des devises et provoquer la hausse.

Mais il nous semble qu'elles seront plutôt une exception. Les commerçants d'aujourd'hui, s'ils craignent que les changes viennent à varier, se fourniront d'habitude à l'avance des sommes nécessaires en monnaie étrangère. Même dans le cas où les commerçants achètent à crédit, ils ne manquent pas de procéder comme nous l'avons dit ci-dessus : ils espèrent que le change ne variera pas et qu'à l'échéance ils n'auront pas à payer une somme supérieure. Il arrive chaque jour qu'ils se trompent, et qu'il est plus difficile d'obtenir les devises étrangères à l'échéance qu'il ne l'était le jour où ils ont contracté la dette ; ils peuvent même aggraver une hausse passagère du change en provoquant une véritable panique. Mais une chose reste vraie, c'est qu'au moment de leur endettement, ils ont tenu compte du pouvoir d'achat de la monnaie du pays dans lequel ils ont fait leurs achats. L'argument des auteurs allemands est donc très faible, et il nous paraît que dans la pratique les choses se passent suivant le raisonnement de M. Cassel.

Ce raisonnement semble avoir un second point faible. Quand l'acquéreur de la monnaie étrangère fait son

calcul, il ne tient pas compte du pouvoir d'achat de la monnaie vis-à-vis de toutes les marchandises et services en général, mais seulement à l'égard de certains d'entre eux ou peut-être d'un seul. Comme chaque pays produit certaines quantités de marchandises, spécialement en vue de l'exportation, il est logique de penser que ce seront ces marchandises d'exportation, dont les prix peuvent ne pas concorder avec ceux des produits destinés à la consommation intérieure, qui vont déterminer le cours du change. Certains auteurs, impresionnés par ce fait, ont exprimé l'opinion que seuls les prix des articles d'exportation peuvent être considérés comme facteurs déterminants du change (1). Cette modification proposée à la théorie des parités de pouvoir d'achat est tellement grave, qu'il nous semble indispensable de l'examiner ici.

Le changement proposé encourt une objection qui le rend impossible : Il est difficile de déterminer les articles d'exportation d'un pays. Ce qu'on constate plutôt, c'est que le nombre de ces articles est très variable, et qu'une marchandise qui n'est pas d'habitude un article d'expor-

(1) Voir Otto Heyn, *Die Ursachen des Tiefstandes unserer Valuta* dans Bank-Archiv, 1916, p. 447 ; E. C. Van Dorp. *Deviations of exchanges*, Economic Journal 1919 ; *Bestimmungsgründe der intervalutarschen Wechselkurse*, Weltwirtschaftliches Archiv, 1919-20, p. 29 ; A. C. Pigou, *Some problems of foreign exchanges*, Economic Journal 1920, p. 472 et *The foreign exchanges*, The Quarterly Journal of Economics, novembre 1922, J. M. Keynes, *la Théorie des changes et les parités de pouvoir d'achat*, Manchester Guardian Commercial (suppl.), 20 avril 1922, p. 6.

tation, peut le devenir pour la raison même que son prix est proportionnellement plus bas que ceux des autres biens et services. C'est par exemple le cas de la propriété foncière en Allemagne qui est l'objet d'achats énormes par les étrangers. L'Allemagne avant la guerre n'a certainement pas été un pays de tourisme dans les proportions où elle l'est aujourd'hui. Mais les frais de séjour à cause de la baisse du mark y étant moins élevés qu'ailleurs, elle est littéralement inondée depuis quelques années de touristes et résidants étrangers. D'après une estimation très sérieuse, les dépense faites par les étrangers en Allemagne assuraient à sa balance de comptes une position largement créditrice. (1) L'Allemagne exporte aussi de la main-d'œuvre. Rien qu'en Hollande, on emploie 30.000 femmes de chambre, cuisinières et servantes allemandes.

D'autre part, il faut constater que les prix intérieurs, malgré les divergences qu'on peut relever, ont tendance à se niveler, et que, par conséquent, la différence entre les prix des articles d'exportation et ceux des autres biens et services tend à diparaître.

La modification proposée à la théorie des parités de pouvoirs d'achat ne nous paraît donc pas acceptable. Au contraire, on constate que les faits économiques justifient le point de vue de M. Cassel.

(1) *Cf. Die Bank*, 1922, p. 389.

Nous avons vu que les objections qu'on pourrait dresser contre la théorie du change de M. Cassel ne sont pas suffisantes pour l'infirmer. Mais un problème d'une telle importance mérite un examen approfondi. Pour compléter notre étude de la théorie des parités de pouvoirs d'achat, nous allons faire une analyse du commerce international sous le régime du papier-monnaie et chercher à établir si son fonctionnement permet de conclure pour ou contre la théorie de M. Cassel.

VII

La première constatation à faire quand on aborde l'étude du commerce international, c'est la grande solidarité des marchés, qui fait que les prix dans tous les pays ont tendance de s'égaliser. Les produits (se dirigent (are directed) toujours vers les pays où les prix sont plus élevés, et provoquent une abondance se traduisant par la baisse de prix. Si on suppose que les prix d'un pays, par suite d'un progrès technique ou pour une autre cause, se mettent à baisser, la conséquence sera une augmentation immé-

diate des exportations et un abaissement relatif des prix dans les autres pays. En même temps, les produits devenant plus rares dans le pays même, en raison de cette exportation, la baisse y est enrayée et un certain nivellement des prix internationaux finit par s'établir.

Avant la guerre, l'usage de l'or par les principaux pays commerçants rendait cette égalité des prix encore plus facile à constater, la monnaie étant partout identique. Depuis la proclamation du cours forcé dans tous les pays, les choses ont, en cette matière, complètement changé d'aspect. Les niveaux des prix ont commencé à varier indépendamment, et il est devenu impossible de constater une concordance entre eux. Ce fait a rendu actuelle la question de savoir si les prix peuvent exercer une influence sur les cours de changes.

On a souvent contesté que le niveau des prix ait une influence quelconque sur le change. Ainsi M. Nogaro dit que « une raréfaction de la monnaie, alors même qu'elle en accroîtrait la valeur aux yeux des habitants du pays, ne l'empêche pas d'être sans utilité aux yeux des étranger lorsqu'ils ne sont pas débiteurs. » (1) Pour cet auteur, une baisse de prix dans un pays laisse donc les étrangers absolument indifférents lorsqu'ils n'y ont pas de dettes. De même, l'économiste Karl Diehl déclare :

(1) *Les dernières expériences monétaires et la théorie de la dépréciation*, dans la Revue économique internationale, septembre 1908, p. 517.

« Nous affirmons de la façon la plus énergique que les hauts prix en Allemagne n'ont aucune influence directe sur l'évaluation du mark à l'étranger » (1). Cette opinion est très répandue en Allemagne. Ainsi Bendixen dit : « Le cours des changes n'est pas influencé par les prix à l'intérieur du pays ». (2) Il est faux de croire, dit K. Elster, que si les prix dans un pays s'élèvent, la monnaie nationale doit pour cette raison être dépréciée à l'étranger. » (3)

Nous croyons que de pareilles affirmations sont tout à fait inacceptables. Il suffit de citer un exemple pour montrer que les prix doivent absolument jouer un rôle dans la détermination des changes. Supposons que les prix en Suisse soient les mêmes qu'avant la guerre, et qu'en France ils aient doublé. Si le change était au pair, il s'ensuivrait que pour un Français une marchandise suisse serait moitié moins chère, et qu'inversement pour un Suisse, la même marchandise d'origine française serait deux fois plus chère. Il est clair qu'une telle situation ne pourrait se maintenir. Le rapport des changes se modifierait certainement, puisque, d'une part, les acheteurs suisses s'abstiendraient de tout achat en France, et les Français, de leur côté, consentiraient à payer pour la monnaie suisse, une prime allant jusqu'à 100 %. Le

(1) Op. cit., p. 59.
(3) *Inflationsproblem* (Stuttgart, 1917), p. 17).
(2) *Die Seele des Geldes*, p. 323 (Iena, 1920).

principe fondamental régissant cette matière sera : que les Suisses voudraient obtenir pour une certaine somme de leurs monnaies au moins la même quantité de marchandises en France qu'ils peuvent obtenir en Suisse ; et inversement.

Il est donc clair que, contrairement aux prétentions des auteurs que nous venons de citer, les variations des prix, exercent une influence prépondérante sur les cours du change. (1) Quand on observe les choses de près, on constate même que les changes ont toujours tendance à s'ajuster aux niveaux des prix dans leurs pays respectifs.

Voyons quel est le mécanisme de cet ajustement.

Supposons qu'entre deux pays A et B., les niveaux de prix soient identiques, mais que pour une cause quelconque dans le pays B les prix viennent à hausser sensiblement, par rapport aux prix du pays A. Le résultat est qu'il deviendra profitable aux producteurs du pays A, au lieu de vendre leurs produits dans leur propre pays, d'aller les vendre dans B, puisqu'ils y réaliseront un plus grand profit. Cette situation amènera un accroissement des exportations de A à B, d'où, plusieurs conséquences : 1) Les marchandises à B deviendront plus abondantes et leurs prix baisseront ; 2) En A, les marchandises deviendront plus rares et leurs prix s'élèveront ; 3) La quantité de la monnaie en B diminuera des

(1) *Cf.* Charles Rist, op. cit. pp. 179 et suiv.

sommes payées en A pour les marchandises importées, ce qui aura pour conséquence une baisse des prix en B ; 4) La monnaie de B devenant abondante dans le pays A, son prix baissera jusqu'au point où la hausse des prix en B ne era plus un empêchement pour les exportations de B en A.

On voit donc que chaque hausse des prix engendre une série de processus qui rétabliront l'équilibre, en créant un nouveau rapport entre les changes des deux pays, jusqu'à ce qu'un commerce normal ne soit rendu possible. Une baisse des prix aurait pour résultat des changements dans l'autre sens. En résumé, une observation des faits démontre qu'entre deux pays les changes resteront en équilibre tant que leurs niveaux de prix respectifs ne viendront pas à se modifier et que tout changement dans les prix provoquera dans les changes des variations analogues.

Il nous reste à rechercher pour quelle raison les changes auront tendance à correspondre aux pouvoirs d'achat des diverses monnaies. Tous les auteurs qui attribuent à l'inflation monétaire une influence exclusive sur les changes n'admettent pas l'affirmation de M. Cassel, suivant laquelle cette dépréciation traduit fidèlement la dépréciation de la monnaie à l'intérieur du pays (1).

(1) *Cf.* Liefmann, *Geldvermehrung im Weltkriege und die Beseitigung ihrer Folgen* (Stuttgart, 1918), pp. 21-23. De même, Miss Van Dorp dans les deux articles déjà cités.

D'autres auteurs qui ont étudié les causes déterminant les variations du change papier, contestent aussi l'existence de règles inflexibles dans ce domaine. Ainsi Goschen dit que les changes papier se déprécieront « dans la mesure où les prix de toutes les marchandises y compris celui de l'or, seront affectés par la dépréciation monétaire ; autrement dit, en proportion du disagio du papier ou de la prime de l'or » (1). Mais, pour lui, les choses seront telles au seul cas où l'exportation de l'or sera libre. Si tel n'est pas le cas, « il n'y aura aucune limite aux fluctuations des changes » (2).

M. Reboud dit aussi qu'en ce cas « il n'y a rien qui ressemble à ce que nous avons appelé le pair du change. Le cours du change oscille sans qu'il soit possible de dire entre quelles limites » (3). La même opinion est émise entre autres par M. Anderson (4), Helfferich (5), et J. Decamps (6).

Les paiements internationaux sont effectués au moyen des devises qui représentent les marchandises, les services, le crédit qui sont en continuelle circulation entre

(1) Goschen, *The Theory of the foreign exchanges*, 11e édit., 1875, p. 70.

(2) Goschen, op. cit., p. 72.

(3) Op. cit., p. 140.

(4) *Some observations on Profesosr Cassel's paper*, dans The Annals of american academy of political and social science, 1920, p. 268.

(5) *Das Geld*, Leipzig 1921, p. 400.

(6) Op. cit., p. 129.

les pays. Les intérêts du commerce international exigent que l'échange de ces devises s'opère suivant un cours dont les variations soient minimes, puisqu'elles sont inévitables surtout dans les moments du commerce saisonnier.

Quand on parle du change, on n'omet jamais de rappeler l'époque d'avant-guerre ; on la cite comme un idéal, comme un état normal vers lequel il faudrait tendre. Il est intéressant de voir comment avait été assurée la stabilisation des changes à cette époque.

A l'occasion de l'échange des marchandises et des titres, des services, etc., il arrive qu'un Etat soit alternativement débiteur ou créditeur. Sa devise varie alors continuellement obéissant à la situation de l'offre et de la demande.

Les cours de change entre deux pays étaient avant la guerre déterminés par la quantité relative d'or que contenaient leurs étalons monétaires. Quand il arrivait que le change baissait, l'exportation de l'or commençait aussitôt, l'équilibre de la balance des comptes s'établissait et le change revenait au pair ; il n'était même pas nécessaire d'exporter de l'or ; il était facile à un pays d'obtenir du crédit et d'ajourner ses paiements. La stabilité des changes était donc assurée par la possibilité d'exporter librement de l'or et surtout par la possibilité de l'obtenir à un prix fixe des banques d'émission.

Si nous supposons maintenant le cas d'un pays qui a

un billet inconvertible, mais dans lequel le commerce et l'exportation de l'or sont libres, nous pouvons sûrement nous attendre à ce qu'on se serve de l'or pour solder les déficits de la balance de comptes. La grande popularité de l'or et ses frais de transport minimes lui assureront la préférence sur les autres marchandises pour les paiements à l'extérieur. Il est clair qu'en ce cas le prix de l'or sur le marché intérieur déterminera le cours du change. Cela ne veut pas dire qu'un autre métal ou qu'une autre marchandise ne pourrait servir de monnaie internationale de compte. Au contraire, toute autre marchandise pourra aussi bien remplir ce rôle et assurer la stabilité du change. Il faudra seulement qu'il soit possible de l'obtenir à tout moment à un prix fixe et de pouvoir l'exporter librement. Une autre condition, c'est que la marchandise soit toujours reçue volontiers en paiement, et que ses frais de transport ne varient pas considérablement, suivant qu'elle sera expédiée plus ou moins loin de son pays d'origine. Ainsi, par exemple, un Etat pourrait prendre pour étalon monétaire une certaine quantité de blé. Les billets en ce pays, au lieu d'être convertibles en or, seraient à tout moment convertibles en blé. Si, d'autre part, tout le monde voulait recevoir en paiement du blé en toute quantité, ce produit remplirait le même rôle que l'or, il assurerait par ses reflux et afflux la stabilité du change. L'essentiel serait qu'il fût constamment obtenu à un prix fixe. Les varia-

tions du change dans ce cas seront limitées par les points d'entrée et de sortie du blé, c'est-à-dire, par ses frais de transport.

S'il arrive que l'exportation de l'or ne soit pas libre, alors le prix de l'or ne peut pas avoir une influence sur le change.

Est-ce qu'en ce cas les changes varieront *ad libitum* comme le pensent beaucoup d'économistes? Une observation attentive infirme l'opinion de ces auteurs.

Ainsi que dans le cas précédent, l'or exporté à un prix fixe ne permettait pas aux cours de varier fortement, de même, dans le cas présent, ce seront les autres marchandises et les services qui rempliront ce rôle et détermineront par leurs prix le cours du change. Seulement, comme il n'y a pas de prix stables, le change ne pourra se maintenir à un même niveau que dans le cas où le niveau de ces prix sera sans changement. Donc si les prix ne subissent point de changement, on peut dire que le change non plus ne variera pas sensiblement. En d'autres termes, entre deux pays s'établira un équilibre de change déterminé par leur niveau de prix, c'est-à-dire par les pouvoirs d'achat relatifs de leurs monnaies.

Car, en réalité, qu'est-ce que le billet de banque d'un pays? Un bon donnant droit à recevoir une certaine quantité de produits et de services dans ce pays. Quand on acquiert une certaine monnaie, ce n'est pas pour la garder, mais pour obtenir le droit ainsi défini.

Or, s'il était possible d'obtenir à tout instant contre ce billet une certaine quantité d'or, il n'y aurait aucune raison pour que le prix de ce billet varie. Si, au contraire, la quantité d'or qu'on peut obtenir en change dans ce pays est variable, un acquéreur étranger ne sera pas disposé à payer pour cette monnaie un prix fixe, mais il tiendra compte de la quantité d'or que ce billet peut lui procurer. Cette quantité d'or qu'on obtiendra contre le billet déterminera la valeur d'échange de ce billet vis-à-vis des autres billets convertibles ou inconvertibles. Quand l'or a complètement disparu de la circulation, la valeur du billet sera déterminée par la quantité de produits et de services qu'il pourra procurer à son possesseur, c'est-à-dire par son pouvoir d'achat à l'égard non plus de l'or, mais de l'ensemble des autres marchandises.

On voit donc que le mécanisme du change ne diffère pas suivant qu'on se trouve en présence d'un change or ou d'un change papier. Dans les deux cas, il est nécessaire de disposer de marchandises et d'autres valeurs pour pouvoir solder les déficits momentanés de la balance de comptes. La différence consiste en ce que, dans le cas d'un change or, il est possible d'obtenir une marchandise en n'importe quelle quantité à un prix fixe. La fixité de ce prix garantit la stabilité du change. Dans le cas d'un change papier, on ne peut obtenir de l'or à prix fixe, et on est obligé de se servir d'autres marchandises

et valeurs comme monnaie de compte internationale. Il est clair que les variations des changes dans les deux cas auront la tendance à traduire les variations survenues dans le prix de ces marchandises. Par conséquent, entre ces deux pays ayant tous les deux un papier-monnaie, il s'établira un rapport entre les changes qui correspondra à la parité de pouvoirs d'achat de leurs monnaies respectives. Seulement, il faut convenir que ce sera une parité bien inconstante. Les frais de transport, les droits de douane, les obstacles posés par la nature empêcheront les changes de correspondre toujours à la parité des pouvoirs d'achat. En dehors de ces facteurs, qu'on pourrait en quelque sorte qualifier de normaux, il y en a une foule d'autres dont le fonctionnement ne peut être prévu, et qui peuvent trop facilement impressionner l'organisme délicat qu'est le change papier. La spéculation internationale, les facteurs d'ordre commercial et financier, les événements politiques peuvent provoquer des variations très fréquentes et considérables.

Il est vrai que ces variations produiront leur effet ordinaire, qui est d'élargir ou de comprimer les exportations ou les importations, et de ramener les changes vers la parité. Seulement, ce réajustement ne sera ni aussi prompt ni aussi efficace que dans le cas d'un change or. Il ne se produira que lentement, et il dépendra essentiellement de ce que le pays dont le change a baissé au-dessous de la parité des pouvoirs d'achat, dis-

pose de marchandises et de valeurs facilement transportables et recherchées à l'étranger. Si tel est le cas, l'équilibre pourra se rétablir plus rapidement que si le pays ne dispose que des marchandises ayant sous un grand volume une valeur médiocre (le blé, le charbon, le fer, etc.).

La mesure dans laquelle le principe de la parité des pouvoirs d'achat triomphe de toutes ces difficultés, peut seulement être démontrée par une investigation statistique. Ce sera l'objet du chapitre suivant.

VIII

En présence du nombre des facteurs qui peuvent neutraliser le fonctionnement de la théorie des parités de pouvoirs d'achat, on doit se demander si, étant donné le grand nombre des exceptions, la théorie n'est pas elle-même l'exception? La réponse à cette question ne peut être obtenue que par un examen détaillé de faits économiques.

Malgré l'importance que devrait avoir la vérification

statistique de la théorie de M. Cassel, on ne lui a consacré que très peu d'attention. Il n'y a que deux travaux dans ce genre qu'on peut citer ici. Le premier ce sont les recherches faites par la « Commission douanière des Etats-Unis » sur les causes de dépréciation des changes et de leurs effets sur le commerce international (1). Ces recherches s'étendent à la période de janvier 1919 à septembre 1921. On y trouve, calculées en moyennes mensuelles, les parités de pouvoirs d'achat de la livre, du franc français et du mark allemand par rapport au dollar.

Un autre essai de vérification a été produit par M. J. Keynes dans son article sur « la Théorie des changes et les parités des pouvoirs d'achat » (2). M. Keynes donne cinq graphiques qui représentent les mouvements à New-York des changes anglais, français, suédois, italien et allemand comparés à leurs parités de pouvoirs d'achat. L'investigation s'étend sur la période de septembre 1919 à novembre 1921.

L'un et l'autre de ces travaux montrent un grand parallélisme entre les variations des prix et celles des changes.

Le reproche qu'on pourrait adresser à ces deux travaux, c'est d'avoir limité leur investigations au cas du

(1) *Depreciated exchanges and International Trade* (Washington, 1922).

(2) *Manchester Guardian* (*Reconstruction Number*) du 22 avril 1922, p. 6.

change entre un pays à change or et les pays à change papier, tandis qu'il est plus intéressant d'établir comment fonctionne la parité de pouvoirs d'achat entre les pays ayant un change papier. Dans l'établissement du graphique que nous donnons à la fin de ce livre, nous nous sommes inspiré de cette seconde idée. Des quatre changes que nous étudions, trois sont des changes papier. La période sur laquelle s'étendent nos investigations est celle qui va de juin 1919 à décembre 1922. Le but de notre graphique est de représenter les mouvements des cours réels des devises de New-York, Londres, Stockholm et Rome à la Bourse de Paris et les mouvements des cours théoriques de ces mêmes devises correspondant à leurs parités de pouvoirs d'achat. Les courbes représentent ces mouvements en pour cent de prime ou de perte. Les cours réels (courbes noires) sont établis d'après les cours moyens de la semaine, publiés par l'Economiste Français. Les cours théoriques (courbes rouges) ou comme M. Cassel les appelle, les cours normaux, sont établis au moyen des index numbers des pays respectifs. Le principe d'après lequel sont établis les changes normaux, est que les changes sont directement proportionnels aux pouvoirs d'achat de leurs monnaies respectives. Pour l'établissement de ces cours normaux, nous nous sommes servi pour la France de l'indice de la Statistique Générale. Pour l'Angleterre, nous avons pris la moyenne des indices de Statist Economst et du Board of Trade ; pour

les Etats-Unis, la moyenne des indices du Bureau of Labor, Bradstreet et Federal Reserve Board ; pour la Suède, l'indice du Handelstidingen ; pour l'Italie, l'indice « Bachi ». La base de tous ces indices est l'année 1913.

Il suffit de jeter un coup d'œil sur le graphique pour se rendre compte de la grande solidarité entre les changes réels et les changes normaux. Malgré les écarts qu'on constate à certaines époques, le parallélisme entre les deux courbes est parfait. On voit qu'en 1919 les changes réels se tiennent ensemble et correspondent dans une grande mesure aux changes normaux.

La grande hausse des changes pendant l'année 1920 ne correspond pas au pouvoir d'achat du franc. Aux mois de juin et de juillet 1919, on constate que les changes anglais et américains sont quelque 100 % au-dessous de la parité des pouvoirs d'achat. Le retrait progressif de l'aide financière des Alliés a pour résultat qu'à partir du second semestre de cette année, les changes américain et anglais se rapprochent de leurs cours normaux et que les deux lignes se tiennent très près l'une de l'autre jusqu'à la fin de l'année. Pendant l'année 1920, les variation des changes sont incessantes et très violentes et on constate à certains moments des écarts considérables entre les cours réels et les cours normaux, C'est l'année des crises économiques et sociales. Les prix doublent au

cours de cette année, les changes aussi. La circulation fiduciaire qui, en décembre 1918, était de 28.700 millions, s'élève au début de 1920 à 38 milliards. Le déficit de la balance des comptes est de 23.920 millions en 1919 et de 22.445 millions en 1920. Malgré tout cela, on constate sur le graphique un parallélisme parfait entre les deux courbes. A partir de 1921, les changes réels ont une tendance très nette à coïncider avec les changes normaux. Le dollar en janvier, la livre en mai, et la couronne suédoise en août sont déjà tout près de leurs cours théoriques. Cet état de choses se maintient avec quelques variations pendant le second semestre de 1921 et pendant les trois premiers trimestres de 1922. A partir du quatrième trimestre, la solidarité entre les cours s'affaiblit. Pendant toute la période on constate un parallélisme frappant entre les cours réels et les cours normaux.

La conclusion que nous croyons pouvoir tirer de notre examen statistique et que, bien qu'aux époques transitoires de crises économiques et sociales, on puisse constater des écarts parfois considérables entre les cours réels et les cours normaux, on peut quand même se rendre compte qu'à mesure que la situation s'éclaircit et devient normale, les cours réels ont une tendance très prononcée à correspondre à leurs parités de pouvoirs d'achat. On voit que depuis l'année 1920, qui est celle de grandes divergences entre les deux courbes, la situation ne cesse de s'améliorer et

les écarts devenir de moins en moins importants. Comme la phase économique que le monde traverse est loin d'être ce qu'on pourrait qualifier de normale, on peut espérer qu'à mesure que les conditions économiques saines se rétabliront, les écarts entre les changes réels et les changes théoriques disparaîtront.

De nos investigations statistiques, la théorie de M. Cassel sort pleinement justifiée. Elle peut être considérée comme une règle économique fondamentale à laquelle obéissent les changes papier. Il est pourtant évident que malgré l'existence de cette règle, le change papier restera toujours d'une grande fragilité, et que des variations soudaines pouvant causer à l'économie nationale des dommages inestimables, seront toujours possibles. C'est pour cette raison que, tout en reconnaissant la solidité scientifique indiscutable de la théorie du change de M. Cassel, nous croyons que l'idéal vers lequel on doit tendre est le rétablissement d'un change or.

IX

Notre analyse théorique de la théorie des parités de pouvoirs d'achat et la vérification détaillée des faits économiques à laquelle nous nous sommes livré, nous ont donc amené à cette conclusion que, malgré ces points faibles de la théorie de M. Cassel, elle est pourtant théoriquement incontestable, et que, dans la vie pratique, les phénomènes ont une tendance évidente à s'y conformer. L'importance du problème des changes exigeant qu'on apporte dans cette matière toute la clarté possible, nous sommes obligé d'examiner ici la théorie de la balance des comptes, qui est, dans la science économique, diamétralement opposée à la théorie de M. Cassel.

Les auteurs qui se sont occupés de la solution du problème des changes étrangers sont divisés en deux écoles bien distinctes. La première attribue à la dépréciation monétaire la dépréciation du change, et la seconde voit dans la passivité de la balance des paiements la cause

de la dégradation des changes. Dans chacun de ces groupes d'auteurs, on constate des nuances théoriques. Ainsi, dans le premier groupe, certains suivent M. Cassel (Fischer, Pigou, Dahlberg, Schlesinger, Gregory, Veryn, Stuart, Frank Morris, etc.); les autres apportent à la règle de M. Cassel une modification insignifiante (Pohle, Marco Fanno). Ceux-ci opèrent une distinction entre les variations durables et les variations temporaires des changes, et ils attribuent les premières à l'inflation, les secondes au déséquilibre de la balance des comptes. D'autres enfin, tout en admettant le facteur de l'inflation, refusent d'accepter la théorie des parités de pouvoirs d'achat (Hawtrey, Liefmann, Van Dorp). Quant au second groupe, il est moins divisé. La majorité de ses auteurs attribuent exclusivement la dépréciation du change à la passivité de la balance de comptes, (Nogaro, Ansiaux, Laughein, Anderson, Angel, Knapp, Bendixen, Helfferich, Santoponte, Del Vechio, etc.). Quelques auteurs du second groupe admettent dans une certaine mesure l'influence de l'inflation, comme facteur « d'ordre secondaire » (Diehl).

Entre ces deux grands groupes, il y en a un troisième comprenant les économistes qui concilient les deux courants. Certains de ceux-ci admettent selon les cas l'influence de la balance des comptes ou de la dépréciation monétaire (Achille Loria). Les autres (Rist, Lansburgh, Décamps) voient dans l'inflation monétaire la cause de

la baisse et des variations. Seulement, à leurs yeux, la baisse du change se produit à travers le mécanisme de la balance des comptes. Les hauts prix, conséquences de l'inflation, provoquent une augmentation des importations et le déséquilibre de la balance des comptes, qui, à leur tour, ont pour résultat la baisse du change.

Comme, en réalité, les deux thèses principales s'excluent mutuellement, il s'ensuit que si la validité de l'une est démontrée, l'autre sera par le fait même infirmée. Nous allons user de cette méthode indirecte et faire un bref examen de la théorie de la balance des comptes.

Cette théorie a pour base la loi économique fondamentale, celle de l'offre et de la demande. Elle traite la monnaie comme une simple marchandise dont le prix est établi d'après les conditions de l'offre et de la demande. A leur tour, l'offre et la demande dépendent de l'état de la balance des engagements d'un pays. Si donc le change d'un pays est défavorable, c'est un signe que sa balance de paiement est en déséquilibre, que sa cote débitrice est plus élevée que la créditrice.

Il nous semble que l'apparition qu'on fait ici de la loi de l'offre et de la demande, est trop simpliste. D'abord, on n'a pas tenu compte du fait que si l'offre et la demande déterminent les prix, celui-ci à son tour détermine la demande et l'offre, et contribue à rétablir l'équilibre entre ces deux facteurs. Si la demande augmente par rapport à l'offre, le prix va certainement monter.

Mais en même temps le rapport entre l'offre et la demande va se modifier, le haut prix va encourager l'offre et décourager la demande, jusqu'à ce que l'équilibre entre l'offre et la demande se trouve rétabli. Par conséquent, le prix n'est pas seulement l'expression de l'offre et de la demande, mais il en est aussi le régulateur. On peut dire que tant qu'un prix, qu'il soit haut ou bas, reste inchangé, l'offre et la demande restent en équilibre. Tout changement de ce prix démontre que l'équilibre est rompu; mais sitôt que le prix se fixe, nous devons conclure que la demande correspond à l'offre. De même, quand nous constatons que le change entre deux pays s'est maintenu à la même hauteur durant une période donnée, nous pouvons affirmer que pendant ce temps, l'offre et la demande ont été à égalité. Si tel n'avait pas été le cas, si à n'importe quel moment, la demande avait dépassé l'offre ou inversement, ce déséquilibre se serait fatalement traduit par un changement dans le cours du change. Nous voyons, par exemple que depuis 1920, le change français se maintient à peu près au même niveau. La cote moyenne du dollar à Paris est en 1920 de 14,4, en 1921 de 13,5 et en 1922 de 12,2. Il est logique de croire que pendant ces trois dernières années, l'offre et la demande ont été égales (1), et il serait

(1) Comment l'équilibre de la balance de compte française s'est établie, M. Dechamps nous le dit dans son livre *Les changes étrangers*, p. 342 et suiv.

inexact de dire que le change français est déprécié à cause du fait que la balance de comptes est débitrice, c'est-à-dire que la demande de devises étrangères ne rencontre pas une demande correspondante de devises françaises. Pendant cette période de trois années, cette offre et cette demande ont été sensiblement égales l'une à l'autre. La preuve en est que le change français s'est en somme sensiblement maintenu à la même hauteur.

Il reste toujours exact que, durant cette période, le change français a été constamment déprécié par rapport au change américain, dans une proportion dépassant 100 %. Nous avons là un phénomène permanent que la théorie de la balance des comptes n'est pas en état d'expliquer. La raison en est que les partisans de cette théorie comprennent la loi de l'offre et de la demande d'une manière trop étroite. Ils n'ont pas voulu tenir compte d'un facteur qui joue un rôle important dans la détermination des prix, — du facteur qualitatif.

En effet, le prix d'une marchandise sur le marché n'est pas seulement déterminé par l'offre et la demande. On tient compte aussi de sa qualité. Une même marchandise peut en présenter plusieurs degrés différents. Il y a, par exemple, plusieurs sortes de blé, de coton, de charbon, etc. Si les prunes californiennes ont sur le marché un prix plus élevé que les prunes yougoslaves, ce n'est point parce que les premières sont moins offertes que les secondes, mais parce que leur qualité est supé-

rieure et parce qu'elles sont mieux préparées. Si la qualité d'une marchandise vient à diminuer considérablement, personne ne s'étonnera de voir son prix diminuer sur le marché.

Le même raisonnement peut être appliqué aux changes étrangers. Les partisans de la théorie traitent toutes les monnaies sur un pied d'égalité. Pour eux, il n'y a pas de différence entre elles, l'une vaut l'autre. Leur prix sur le marché monétaire dépend simplement de l'offre et de la demande. Par conséquent, pour les auteurs un franc français, un franc suisse, une lire italienne sont en réalité une même chose ; mais, comme ils ne sont pas dans une mesure égale l'objet de l'offre et de la demande, leur prix n'est pas le même. Il est vrai que la manière de voir que nous critiquons était juste avant la guerre, quand la monnaie des principaux pays commerçants était pratiquement identique ; les variations qui se produisaient à cette époque, étaient uniquement la conséquence de l'état relatif de l'offre et de la demande. Mais il est faux d'appliquer ce raisonnement à notre époque. Aujourd'hui l'usage d'une monnaie internationalement employée a disparu et les systèmes monétaires ont une existence indépendante. Ils ont perdu, dans des proportions très différentes, une partie de leur qualité qui consiste dans la possibilité de les échanger contre une quantité plus ou moins grande de marchandises et de services. Les diverses unités monétaires ne représentent pas, comme jadis, le

droit à une même quantité de biens. Pour acheter aujourd'hui un journal, il faut trois sous à Paris et vingt sous à Belgrade. Un kilo de pain coûte 1 fr. 10 à Paris et 6 dinars à Belgrade. Il est inadmissible de fermer les yeux devant ces faits et de dire que le franc et le dinar sont la même chose, mais que l'intensité de l'offre et de la demande de ce deux monnaies fait que leurs prix diffèrent sur le marché monétaire international. Actuellement, pour obtenir 100 francs à Belgrade, il faut payer 640 dinars. D'après la théorie que nous critiquons ici, on serait autorisé à penser que la balance des comptes yougoslave accuse un déficit formidable. Rien ne serait moins vrai. On constate dans ce sens un progrès considérable d'année en année. En 1919, en face de presque 3 milliards d'importations, nous n'avions que 686 millions d'exportations. Et à cette époque, le franc et le dinar étaient presque au pair. En 1920, la situation s'améliore et, tandis que les importations s'élèvent à 3.487 millions, les exportations se chiffrent à 1.320. Le change moyen sur Paris pendant cette année est de 150. En 1921, tandis que les importations tombent à 3.076 millions, les exportations augmentent et atteignent 2.460 millions. Le change sur Paris pendant cette même année passe de 150 dinars au commencement à 300 à la fin de l'année. D'après les estimations pour l'année 1922, le déficit de la balance commerciale a encore diminué dans une mesure notable.

On constate donc le phénomène curieux que, tandis que nos exportations n'ont pas augmenté depuis 1919, les exportations se sont élevées de 400 % depuis lors. En présence de cette amélioration de 400 %, on constate pour la même période une dépréciation du change dépassant 600 %. Quand on établit l'état de la balance des paiements, on constate une absence encore plus frappante de rapports entre le change et la balance des paiements. Comme principal poste invisible de la cote débitrice, on voit le paiement de l'intérêt des emprunts contractés par la Serbie avant la guerre. Cette somme atteint à peu près la somme de 3 millions de dollars au cours actuel. Les autres postes invisibles ne peuvent être d'une grande importance. Quant à la cote créditrice, elle comprend un élément difficile à déterminer ; ce sont les frais de séjour et de voyage des étrangers dans les nombreuses villes d'eau en Yougoslavie. A cet élément qui est probablement considérable, s'ajoutent les sommes que la Yougoslavie tire du transit des marchandises vers la Bulgarie, la Turquie et la Roumanie. Mais le poste de beaucoup le plus important est celui des envois de nos émigrés en Amérique que l'on évalue à un chiffre annuel de 50 millions de dollars, c'est-à-dire au cours actuel 5 milliards de dinars. On peut donc dire que la balance de comptes yougoslave est largement créditrice. Pourtant, comme nous l'avons montré, le change n'a pas cessé de baisser. En 1922, il a atteint son maximum, actuellement le

change sur Paris est de 640, celui sur Londres de 460, et c'est précisément l'année dans laquelle la Yougoslavie a contracté aux Etats-Unis un emprunt de 100 millions de dollars, somme qui d'après le change actuel, représente le double de la circulation monétaire du pays.

Ce n'est pas seulement en Yougoslavie que les faits économiques opposent un démenti formel à la théorie de la balance des comptes. Quand on examine la balance des engagements des autres pays, on constate aussi la même obstination des phénomènes économiques à ne pas se conformer à la théorie (1).

On voit par ce qui précède que la théorie attribuant au déficit de la balance des comptes la dépréciation des changes n'est ni théoriquement fondée, ni confirmée par les faits. Elle est incapable d'expliquer les changements profonds qui interviennent dans les changes papier. La seule explication de ces changements qui soit scientifiquement fondée est la théorie des parités des pouvoirs d'achat.

(1) Voir Pasquale Janaccone : *Relazioni fra commercio internazionale cambi esteri e circolazione, monetaria in Italia*, dans la Riforma Sociale (1918), p. 512 ; Luigi Sinandi, *Corso dei cambi, bilancio commerciale e circolazione cartacea*, dans la même revue 1918, p. 65.

Voir aussi la très intéressante série d'articles publiés dans le Moniteur des Intérêts matériels de 1920 sous le titre : *Le change l'inflation fiduciaire.*

CHAPITRE III

LA STABILISATION DES CHANGES

I. DÉFLATION OU DÉVALUATION ? — II. COMMENT STABILISER LES CHANGES ? — III. COMMENT MAINTENIR LA STABILISATION ? — IV. LA QUESTION DE L'OR. — V. LA CRITIQUE.

L'étude faite aux deux chapitres précédents avait pour but de présenter au lecteur l'ensemble de la théorie de la monnaie de M. Cassel. Nous avons vu comment il conçoit le rôle, la nature et la valeur de la monnaie dans une économie fermée et dans l'Economie Sociale. Nous allons maintenant quitter le domaine théorique et aborder l'examen des idées pratiques que M. Cassel a formulées en traitant le problème de l'assainissement monétaire général.

La stabilisation des changes est sans doute le problème

économique dominant à l'époque où nous sommes. Les variations incessantes des changes européens entravent le commerce international en ôtant aux commerçants toute possibilité d'établir leurs prévisions et leurs calculs. Tout marché à terme n'est plus qu'une spéculation sur la valeur future de la monnaie dans laquelle est libellée la convention. Toute hausse et toute baisse du change a sa répercussion sur l'ensemble de l'organisation économique.

Une amélioration du change a pour résultat de contrarier le mouvement des exportations, de provoquer la fermeture d'usines hier florissantes, d'arrêter toute activité fébrile ; on produit jour et nuit, les exportations augmentent sans cesse ; mais si brusquement le change hausse, la prospérité disparaît comme par enchantement. Tant que les peuples de l'Europe vivront dans cette atmosphère d'insécurité et de risques, il ne peut être question de relèvement économique.

Rarement une question économique a été l'objet d'études et de projets aussi nombreux que la question de la stabilisation des changes. Deux grandes conférences économiques internationales (celle de Bruxelles en 1920 et celle de Gênes en 1922) l'ont abordée et discutée en détail. En sa qualité de délégué du gouvernement suédois, M. Cassel a pris une part active aux discussions et aux travaux de ces deux conférences. On peut dire qu'il a soutenu victorieusement son point de vue puisque, chaque

fois, les décisions ont été presque entièrement établies sur la base de ses propositions. Les théories que M. Cassel a formulées sur les questions de l'assainissement monétaire se trouvent exposées dans son premier Memorandum (1920), présenté à la Conférence financière internationale de Bruxelles, « la plus brillante et la plus utile contribution à la littérature monétaire depuis la guerre » (1). Dans son second Memorandum (1922) et dans son livre *Money and foreign exchanges after 1914* (London, Constable, 1922), M. Cassel se borne à développer les idées qu'on trouve déjà dans son premier Memorandum et dans sa brochure « *Weltwirtschaft und Geldverkehr* » (Gotha, 1921).

L'examen que nous allons faire de la théorie de M. Cassel sur la stabilisation des changes comprendra trois parties. Dans la première, nous traiterons la question de savoir à quel taux doivent être stabilisés les changes : convient-il de revenir aux anciennes parités, ou doit-on stabiliser les changes à leur point actuel. Dans la seconde seront discutés la méthode et les moyens proposés par M. Cassel pour arriver à la stabilité et pour la maintenir une fois réalisée. Intimement liée à cette seconde partie sera la troisième qui traitera des propositions de M. Cassel concernant le retour à l'étalon d'or.

(1) Voir Edwin Cannan ; *Economic Journal*, mars 1922, p. 58.

I

La méthode que M. Cassel a proposée est une application de sa théorie des parités de pouvoirs d'achat. Partant du fait que les anciennes parités ont disparu et sont remplacées par de nouvelles qui se sont lentement formées d'après le degré de dépréciation des différents systèmes monétaires, M. Cassel pense qu'il est « utopique » de vouloir changer cet état de choses et de chercher à rétablir les anciennes parités. Tout ce qu'on peut faire, à son avis, c'est de légaliser les rapports actuels entre les changes en les stabilisant aux niveaux correspondant à leurs parités de pouvoir d'achat.

Comme on le voit, ce que M. Cassel propose, c'est une dévaluation de l'unité monétaire, c'est-à-dire la reconnaissance et la confirmation de la dépréciation que les divers systèmes monétaires ont subie depuis la guerre. D'après lui, il faut faire table rase du passé et abandonner l'idée d'un retour aux prix d'avant-guerre. « Une

politique, dit-il, ayant pour but de réduire les prix à leur niveau d'avant-guerre, aurait probablement pour résultat des conséquences plus désastreuses que n'a pas eues même la politique d'inflation. » (1).

Les seuls pays pour lesquels M. Cassel admet la possibilité d'un retour aux anciennes parités sont ceux où la monnaie n'a subi une dépréciation importante (Angleterre, Suède, Hollande, Suisse) (2).

Les propositions de M. Cassel sont loin d'être acceptées par tout le monde. Nombreux sont les auteurs qui voient dans la dévaluation une « fraude », une « banqueroute de l'Etat », « une réforme injuste qui ne pourra subsister un instant » (3); une expropriation de tous ceux qui, au moment critique, ont prêté leur argent à l'Etat et lui ont ainsi permis d'assurer la défense nationale. L'Etat qui voudrait entreprendre une pareille réforme, non seulement se nuirait moralement, mais se retirera toute possibilité d'emprunter à des conditions raisonnables. Les rentiers demanderaient désormais un intérêt si élevé que l'Etat « perdrait sous forme d'intérêts tout ce qu'il a gagné en remboursant les rentiers en monnaie dévalorisée » (4). Le premier devoir de l'Etat est donc

(1) Voir *Economic Journal* de mars 1920, l'article « Further observations on the world's monetary problems ».

(2) Voir *Money and foreign exchanges after 1914*, p. 264.

(3) Voir Achill Loria : *Peripezie monetarie della guerra*, p. 135.

(4) Voir Loria, op. cit., p. 136.

de rendre à sa monnaie son ancienne valeur. Pour atteindre ce but, on propose de recourir à une *déflation*, c'est-à-dire de retirer de la circulation une partie de la masse monétaire de la dégager progressivement jusqu'à ce que le restant ait récupéré sa puissance d'achat d'avant-guerre.

Il est hors de doute que cette réforme est possible. Des expériences récentes ont démontré qu'il n'est même pas nécessaire de retirer de la circulation tout l'excédent émis depuis 1914. Une élévation de taux de l'escompte combinée avec une sévère restriction du crédit suffit pour faire baisser sensiblement les prix. La quantité à retirer de la circulation ne doit pas forcément être importante; la contraction de la masse monétaire est réalisée en pareil cas par la thésaurisation dont est toujours l'objet une monnaie dont la valeur est en train de croître.

Mais autre chose est de savoir s'il est toujours sage d'entreprendre une pareille réforme, et, spécialement, si les organismes épuisés des Etats belligérants se trouvent en état de supporter la crise économique qui est la conséquence fatale d'une politique de déflation; si, ensuite, cette réforme serait vraiment un acte de justice et si, enfin, la collectivité en retirerait un avantage certain.

L'argument principal des partisans de la déflation est que l'équité ne permet pas que les créanciers qui ont prêté une monnaie d'une valeur élevée reçoivent, en retour, une monnaie dont le pouvoir d'achat est sensi-

blement inférieur. Cet argument est incontestablement très fort. L'Etat qui est le gardien de la propriété privée ne peut pas permettre, ne peut surtout pas organiser systématiquement un pareil appauvrissement des créanciers et un tel enrichissement des débiteurs. L'injustice d'un tel système est d'autant plus frappante que les créanciers sont pour la plupart des petits pensionnés et des rentiers qui, durant de longues années, ont épargné en vue de s'assurer le pain des vieux jours. Ceux-ci sont les plus nombreux parmi les victimes de l'inflation. Les autres classes ont réussi à augmenter leurs revenus dans la mesure de la dépréciation monétaire et l'on peut même constater que nombreux ont ceux auxquels l'inflation a permis de se constituer des fortunes scandaleuses.

Mais s'il convient de ne pas perdre de vue un seul instant la misère des petits rentiers, il ne faut pas non plus oublier que tous les contrats existant aujourd'hui ne sont pas faits sur la base d'une monnaie saine; on pourrait même dire que l'endettement pendant et après la guerre est supérieur à celui d'avant la guerre. Alors une question s'impose. Est-il juste d'obliger les débiteurs à payer leurs dettes, contractées en une monnaie dépréciée, avec une monnaie qui a un pouvoir d'achat de 30, 40 ou même 100 % supérieur? On pourrait à la rigueur admettre cette conséquence si vraiment on était sûr qu'elle réparera le dommage subi par les anciens créanciers. Mais cet avantage est douteux. Beaucoup de dettes

ont déjà été éteintes pendant la guerre : on n'a qu'à songer aux progrès de la classe rurale en France qui a su se libérer de son énorme dette hypothcaire. Un grand nombre de rentiers ont été obligés de vendre leurs valeurs mobilières et c'est plus tard d'autres qui profiteront de la déflation. On peut affirmer sans hésiter que, pour les personnes endettées pendant ou après la guerre l'injustice commise par l'accroissement effectif de leurs dettes serait incomparablement plus grande que celle dont les anciens créanciers se trouvent être les victimes. La question n'est point ici d'éviter une injustice, mais de choisir entre deux injustices, celle qui est en réalité la moindre. Au point de vue économique, les nouveaux débiteurs sont infiniment plus intéressants puisqu'ils sont pour la plupart des producteurs qui ont emprunté de l'argent nécessaire pour le fonctionnement ou l'extension de leurs entreprises. La ruine de cette classe de débiteurs pourrait entraîner l'écroulement de l'organisation économique tout entière.

Parmi ces débiteurs il y a un qui est intéressant à titre capital. C'est l'Etat. La dette intérieure des divers Etats s'est accrue depuis le commencement de la guerre dans des proportions énormes. Supposons qu'un Etat ait réussi, au moyen d'une déflation énergique, à rendre à la monnaie nationale son ancien pouvoir d'achat. Comme sa dette publique n'aura pas nominalement changé, il se verra obligé de donner à ses créanciers une valeur 50 ou

100 % ou plus encore supérieure à celle qu'il a reçue : il en résulterait un enrichissement inouï des rentiers au détriment de la collectivité. Et le plus souvent cette plus-value sera encore exempte d'impôt ! Il est clair qu'une telle situation ne pourra pas durer ; le fardeau de la dette publique écrasera les classes productrices et l'injustice dont aiment à parler aujourd'hui les partisans de la déflation sera tellement éclatante qu'elle aboutira sûrement à une révolution, à un bouleversement social, dans lequel les rentiers auront toute chance de perdre la valeur même de ce qu'ils ont réellement prêté à l'Etat et dont le remboursement est pour celui-ci le premier des devoirs.

Même si on néglige la question de justice et qu'on envisage le problème au seul point de vue économique, on verra que toute politique de déflation est d'avance condamnée à l'insuccès à cause de l'impossibilité matérielle, pour l'Etat grevé d'une grande dette intérieure, de supporter les charges accrues de la dette publique. On peut prendre pour exemple la France. Sa dette intérieure dépasse aujourd'hui 250 milliards, elle atteindra en 1923 le chiffre de 300 milliards, ce qui exigera chaque année 18 milliards pour les services d'intérêt en face de 24.290 millions de revenus (1922). Supposons que par des efforts surhumains on réussisse à améliorer le franc de 100 % vis-à-vis des marchandises et des services (ce qui ne le porterait pas encore au pair avec le dollar). La baisse

générale des prix et des salaires allègera le budget dans une grande mesure, les revenus diminueront dans la même proportion (en supposant toutefois que la crise économique déclanchée par la baisse des prix n'ait pas tari certaines sources fiscales). La somme de 18 milliards n'en restera pas moins due, et selon toutes probabilités elle augmentera par suite de nouvelles émissions.

Aujourd'hui les dépenses ordinaires sont à peu près de 12 milliards, les revenus de 24,290 ; si une déflation les réduit à la moitié, nous aurons 12 milliards de revenu en face de 6 milliards de dépenses ordinaires, plus 18 milliards pour le service de dettes. Tous ces chiffres, sauf celui de 18 milliards, sont purement arbitraires. Il est impossible de prévoir quels seront les revenus et les dépenses à l'avenir. Les perspectives économiques de la France sont brillantes, mais il nous semble qu'en aucun cas on ne peut espérer une augmentation de revenus permettant de supporter le fardeau d'une dette publique se montant à 18 milliards par an.

En dehors de cet obstacle qui rend toute politique de déflation aussi irréalisable qu'injuste, on peut prévoir quelles conséquences sur l'ensemble de la vie économique aurait le retrait plus ou moins brusque d'une grande quantité de monnaie de la circulation. Il ne faut pas perdre de vue que l'organisme économique s'est déjà accomodée de la circulation monétaire actuelle et que toute restriction à cette circulation peut provoquer des boule-

versements très graves. Quand une certaine quantité de monnaie a été pendant un temps prolongé dans la circulation, on peut dire qu'elle a imprégné tout l'organisme économique et trouvé son expression dans tous les prix, salaires et revenus. Vouloir retirer une partie de la monnaie, c'est vouloir rompre un équilibre économique. Les conséquences d'une pareille opération, même si elle est faite en progression lente, pourraient être fatales. La crise économique qui s'ensuivrait serait aggravée par une cause psychologique dont on peut se faire l'idée. Aussitôt que les effets de la déflation commenceront à se faire sentir, tout le monde cherchera à se procurer la monnaie dont la valeur augmente et à se débarrasser des marchandises dont le prix ne cesse de baisser. Personne n'achète parce qu'il sait que demain il trouvera les marchandises à meilleur compte; personne ne produit, craignant de ne pouvoir vendre et espérant du reste produire demain dans des conditions plus favorables; et ce qui est encore pis, personne n'accorde de crédit (1). En prévision de telles conséquences, on ne peut hésiter. L'organisation économique des pays européens a trop souffert de la guerre pour qu'on lui impose encore une telle épreuve nouvelle qui, selon toutes les probabilités, aboutirait à

(1) Voir Lansburgh : *Das Schicksal der deutschen Währung*, « Die Bank », 1919, p. 658. Les articles de MM. Irving Fisher et Keynes dans le *Manchester Guardian Commercial* (suppl.) du 7 déc. 1922.

une catastrophe. La plupart des Etats modernes ont une structure économique très compliquée et il serait dangereux de les exposer à la crise économique que nous venons de décrire. Si le premier devoir d'une bonne politique monétaire est d'assurer la stabilité de l'unité monétaire, il faut conclure qu'une politique de déflation aboutit à rendre cette stabilité impossible pendant la période nécessaire pour réaliser la réforme.

Il est intéressant de voir dans l'histoire monétaire comment ont pris fin quelques dépréciations caractéristiques. L'expérience des autres est toujours utile à connaître, et nul ne contestera la nécessité d'y faire appel au sujet de cette politique monétaire dont dépend toute la vie économique d'un pays.

L'Histoire nous offre trois exemples importants de retour au pair : l'Angleterre après la guerre napoléonienne, les Etats-Unis en 1879 et le Japon en 1886 ont réussi à reprendre les payements en espèces à l'ancienne parité. Bien que dans aucun de ces pays la dépréciation n'ait dépassé en moyenne 50 %, il a fallu 24 ans à l'Angleterre, 17 ans aux Etats-Unis et 5 ans au Japon pour réaliser la réforme.

Or, le point capital est de savoir si ces résultats sont dûs essentiellement à une politique de déflation.

Un examen attentif des conditions dans lesquelles la réforme a été réalisée dans chacun de ces cas, donne la conviction que chaque fois le résultat n'a été dû que dans

une faible mesure à une déflation monétaire, et qu'il n'a pu être atteint que grâce à la situation économique extrêmement favorable dans laquelle à l'époque ces pays se sont trouvés.

En Angleterre, où le papier-monnaie n'avait subi qu'une dépréciation de 20 % en moyenne, le retour au pair a été rendu possible par la grande expansion du commerce extérieur. Les exportations qui, en 1793, étaient de 20,4 millions de liv. st., passèrent en 1816 au chiffre de 48,21 millions, tandis que les importations, durant la même période, allèrent de 19,3 millions à 26,37 millions de liv. st.. L'excédent des exportations a eu pour résultat une grande affluence d'or. La réserve métallique de la banque d'émission, qui variait avant 1816 de 2 à 3 millions de liv. st., s'élève à 12 millions en 1817. En 1819, le prix de l'or tombait de 4 liv. st.. à 3 liv. 18 sh. Les changes avaient déjà atteint le pair. Et tout cela, sans que la circulation fiduciaire eût été diminuée (1).

Aux Etats-Unis, pendant la guerre civile de 1862-1865, on a émis de grandes quantités de papier, et la monnaie ne tarda pas à se déprécier. Cette dépréciation a été en moyenne de 40 % entre 1863 et 1869 (2). Le disagio a disparu sans qu'on ait retiré de la circulation plus d'un quart de « greenbacks ».

(1) *cf.* Tooke and Neumarch. *History of prices*, IV, p. 260.
(2) voir F. W. Taussig : *Principles of Economics*, I, p. 318.

Dans ce cas aussi il est difficile d'attribuer à une déflation monétaire le retour à l'ancienne parité.

Ce qui a rendu la réforme possible, c'est l'énorme progrès économique que les Etats-Unis ont réalisé à cette époque. La production agricole a doublé de 1864 à 1870 (1) ; la population s'est slnsiblement accrue, la demande de monnaie a par ce fait augmenté fortement, si bien que la prime de l'or, qui en 1863 était de 44 %, tomba en 1871 à 12 %, à 5 % en 1877 et disparut deux ans plus tard quand la convertibilité des greenbacks en or fut rétablie (2).

Le Japon a dû recourir au régime du cours forcé de 1872 à 1886. Jusqu'en 1876, la prime de l'argent n'était que de 2 % ; mais, après 1876, elle s'éleva à 60 et même à 70. Le change fléchit de même, et dans une une telle proportion, que le yen-papier qui, en 1872, valait 5,55 fr. n'avait en 1881 qu'une valeur de 2,77. A partir de 1881, on inaugura une politique fiscale sévère, et on commença à retirer les billets. La circulation qui, en 1881, était de 153,3 millions de yens se trouva réduite en 1885 à 120 millions. Dans les années 1881 à 1885, le change monta de 2,77 fr. à 4,22 fr., et la parité avec l'argent fut atteinte grâce à la baisse de ce métal. La convertibilité de billets en argent fut rétablie en 1885.

(1) Wiedman : *Money inflation in the United States* (New-York 1904), p. 185.

(2) Irving Fisher : *Purchasing power of money*, p. 259.

Même dans ce cas, il serait arbitraire d'attribuer la disparition de la prime à une opération de déflation. De 1881 à 1885, on n'a retiré en tout qu'un cinquième du papier, et cette lacune fut d'ailleurs assez vite comblée par les émissions de billets de banque convertibles. L'ensemble de la circulation, qui était en 1881 de 155,3 millions de yens, tomba en 1885 à 120, pour remonter en 1889 à 146,7 millions (1). Donc la réduction de la circulation ne fut ni importante ni de longue durée. C'est en réalité la baisse de l'argent qui a le plus contribué à amener le retour au pair : Cette dévaluation spontanée du yen-argent qui valait 5,62 fr. en 1872 l'a amené à 4,22 fr.

Dans ces trois cas historiques, la « restitutio in integrum » de la monnaie ne peut être attribuée que pour une très faible part à une politique de déflation. Ce n'est pas la compresion du papier-monnaie, mais les conjonctures économiques particulièrement favorables qui ont permis le retour au pair.

Quant aux autres cas de dépréciation monétaire, que l'on peut citer, ils se caractérisent par une reconnaissance légale de la dépréciation. C'est à cette méthode qu'ont recouru l'Autriche en 1892, la Russie en 1897, et l'Argentine en 1899.

(1) Voir Terus Ashida : *Das Geldwesen Japans* (Nürnberg 1919) p. 193, et Karl Rathgen : *Die Japaner und ihr Wirtschaftsleben* (1905).

Depuis la guerre, des essais de déflation partielle ont été tentés dans plusieurs pays par exemple aux Etats-Unis, en Angleterre, en Tchéco-Slowakie et en Suède. Mais il s'agit ici, en réalité, d'entreprises de compression du crédit, la déflation monétaire réalisée en ces pays n'ayant été que peu importante. Et la crise économique qu'a provoquée dans ces pays la politique monétaire pourra servir de leçon aux partisans d'une déflation radicale et d'un retour aux anciennes parités.

Malgré les difficultés insurmontables que rencontre une politique de déflation, les Etats ne peuvent encore se décider à mettre de l'ordre dans leurs affaires monétaires en adoptant une dévaluation de leurs monnaies. Les Etats mêmes dont le change n'a retenu qu'un faible pourcentage du pair, ne peuvent concilier une telle réforme avec leur orgueil national. Nous avouons ne pouvoir pas comprendre en quoi le prestige d'un Etat serait atteint par la stabilisation du papier-monnaie au niveau de sa valeur réelle. D'ailleurs, il y a un moyen bien simple d'en revenir aux anciennes parités. Une fois la dévaluation opérée et la valeur de la monnaie stabilisée, on n'a qu'à ramener plusieurs unités de la monnaie en l'état, à une unité nouvelle, de manière à rétablir systématiquement la parité. Ainsi par exemple, on prendra 5 lires-papier pour une lire-or nouvelle qui corresponde à un cinquième de dollar, et ait le même pouvoir d'achat que ce cinquième de dollar. Il est vrai que pour se résoudre à

cette solution, il faudrait abandonner l'idée que les changes s'amélioreront d'eux-mêmes, que fatalement dès lors on arrivera à une baisse du coût de la vie, à une réduction des salaires ; et qu'enfin, la masse du papier-monnaie acquérera un pouvoir d'achat sensiblement supérieur à celui qu'elle a aujourd'hui. On ne pourra assez répéter combien il est dangereux d'entretenir de pareilles illusions. On n'a qu'à jeter un coup d'œil sur l'état des différentes monnaies pour se rendre compte que dans la matière on ne peut pas parler de hasard ou de « confiance » ou d'autres facteurs semblables. Il y a des lois économiques dont la guerre a pleinement établi la domination. On constate aisément que toutes les monnaies du monde se sont dépréciées en fonction des inflations qu'elles ont subies. Il n'est pas possible que ce soit pur hasard que la lire se trouve plus dépréciée que le franc ; son infériorité correspond exactement à une plus grande inflation. Le niveau des prix en France est de moitié moins élevé que celui d'Italie. Quant un sujet italien veut acheter un objet valant un franc, il doit payer deux lires ; pour que l'Italie retrouve une unité monétaire, valant un franc, il faut, ou bien ramener l'inflation italienne au niveau de l'inflation française, ou bien prendre deux lires et convenir que dorénavant elles n'en feront plus qu'une.

Avant la guerre, si un pays avait voulu changer la parité de sa monnaie, il n'aurait pu recourir qu'à ce

même procédé. Si la France avait eu l'idée d'adopter le système monétaire anglais, elle aurait frappé des pièces d'une valeur de 25 fr. 22. C'est exactement la même chose que pourraient faire les pays européens pour remédier à la situation actuelle de leur monnaie pour ramener par décret les changes à leurs anciennes parités. Une fois la réforme accomplie, ils auraient en fait à peu près la même circulation monétaire qu'avant la guerre, et, par ce moyen, ils auraient évité, et le danger et les injustices d'une déflation qui. elle aussi, n'aurait pour but que de rétablir les conditions d'avant-guerre. Cette réforme rendrait parfaitement possible la solution de la question des dettes contractées pendant et après la guerre. On n'aurait qu'à décider que toutes les dettes contractées sous le régime du cours forcé doivent être remboursées d'après une relation fixe établie entre la nouvelle unité monétaire et le papier-monnaie. Si on voulait encore simplifier les choses, on pourrait par exemple émettre des billets indiquant ce rapport, par exemple des billets de 20 lires portant l'indication « 5 lires-or ou 20 lires-papier. » Ainsi les changes les plus dépréciés pourraient être ramenés au pair avec le dollar.

Une telle réforme a déjà été faite en Lithuanie et pourra servir d'exemple typique pour montrer comment un pays possédant même une monnaie très dépréciée peut la ramener au pair avec les monnaies n'ayant subi qu'une dépréciation sans importance.

Il a été question récemment d'une réforme semblable en Tchéco-Slovaquie et en Pologne.

Nous avons jusqu'à présent analysé la situation d'un Etat ayant une industrie développée et usant dans sa production des méthodes perfectionnées de crédit. Nous avons aussi supposé que la monnaie de cet Etat se soit sensiblement éloignée de son pair. Nous avons vu que l'organisation économique perfectionnée d'un Etat moderne ne peut sans s'exposer à des secousses très graves, soumettre sa masse monétaire à une contraction importante. Si cet Etat a une forte dette intérieure, il lui est impossible d'élever la valeur de sa monnaie, à cause de l'accroissement des charges fiscales qui résulterait d'une pareille réforme. La conclusion est que, pour cet Etat, le meilleur moyen de stabiliser son change est bien, comme le propose M. Cassel, d'effectuer une dévaluation légale de son étalon monétaire.

Mais il nous paraît peu logique de recommander le même remède à tous les pays. La situation économique et financière, les possibilités de progrès économique et de l'augmentation de la production, les habitudes et les tendances des habitants ne sont pas les mêmes partout, et il nous semble qu'il ne faut pas négliger ces facteurs, lorsqu'on veut entreprendre une réforme monétaire.

Pour ce qui concerne notre propre pays, la Yougoslavie, nous ne pourrons accepter le principe de la dévaluation de M. Cassel, et voici nos raisons ;

La productivité de la Yougoslavie est loin d'être au point où elle pourrait atteindre, à cause de la dévastation que la Serbie a subie pendant la guerre, et des mauvaises récoltes de ces derniers trois ans. Tant que nos plus riches provinces ne se sont pas relevées des pertes de la guerre, nous ne pouvons considérer nos prix actuels comme définitifs. Les possibilités de notre production sont très grandes, et nous pourrons dans quelques années augmenter notre production dans une mesure notable.

Comme l'inflation est arrêtée depuis un an et que les revenus de l'Etat ne cessent d'augmenter, nous pouvons espérer que dans un avenir très proche les prix baisseront progressivement. Si nous insistons sur ce fait, ce n'est point que nous croyions désirable un abaissement des prix : nous nous rendons parfaitement compte qu'une baisse a pour corollaire inévitable une crise économique. Seulement l'organisme économique d'un pays agricole est beaucoup plus robuste et résistant que celui d'un pays industriel, et nous croyons qu'une crise n'aurait pas les mêmes conséquences en Yougoslavie que, par exemple en Belgique.

Mais la raison principale pour laquelle nous croirions devoir déconseiller une réforme de déflation quand il s'agit de notre pays, c'est que celui-ci est grevé d'une forte dette extérieure.

Notre situation à ce point de vue est exactement l'in-

verse de ce qu'est celle des grands pays occidentaux. Notre dette intérieure n'est pas importante, mais nos charges envers l'extérieur sont proportionnellement énormes. Elles s'élèvent à 5 milliards de francs, ce qui en monnaie yougoslave représente 32 milliards de dinars, c'est-à-dire une somme plus que six fois supérieure à notre circulation monétaire.

Toute amélioration de notre change représente un allègement de cette dette et les probabilités d'amélioration de notre change sont très grandes. Sans recourir à une déflation, la baisse des prix et la hausse du change seront les conséquences de l'accroissement normal de notre production.

Ce n'est ni de la déflation ni de la dévaluation que nous attendons cette amélioration; c'est d'une exploitation rationnelle de nos richesses et de notre production accrue. La voie d'une amélioration graduelle est celle qui s'ouvre à notre pays, et c'est celle qu'il doit suivre. Même si une réforme de dévaluation était réalisée, elle ne pourrait pas se maintenir; aussitôt que la baisse des prix surviendra, l'équilibre sera rompu et il sera impossible d'arrêter la hausse du change.

Telle est la réserve que nous avons cru nécessaire d'opposer à la théorie de M. Cassel pour ce qui concerne la Yougoslavie.

Nous sommes pourtant profondément persuadé que la dévaluation proposée par M. Cassel est la meilleure mé-

thode pour les pays chargés d'une forte dette intérieure et qui jouissent d'une industrie très développée et d'une organisation de crédit bien perfectionnée.

II

La question de déflation et de dévaluation ainsi résolue, il nous est possible d'aborder un point non moins important : comment stabiliser? et comment éviter de nouvelles variations des changes?

M. Cassel n'attend pas la stabilisation des changes de mesures tendant à rétablir l'équilibre de la balance des comptes, non plus que de l'adoption d'un billet de banque international. Partant de son point de vue que c'est le niveau des prix qui détermine le niveau du change, il trouve que le seul moyen de fixer les changes est dans la stabilisation des prix à l'intérieur, c'est-à-dire dans la stabilisation du pouvoir d'achat de la monnaie.

A ses yeux, la stabilisation des changes dépend entièrement de la stabilisation des prix. Tous les efforts doivent donc tendre à cette stabilisation intérieure ; cette

condition une fois remplie, la stabilisation des changes s'établira d'elle-même, sans qu'il soit nécessaire de recourir à d'autres mesures. « Entre deux pays qui auront atteint ce but, il s'établira un cours de change normal, qui sera déterminé par le quotient entre les pouvoirs d'achat des monnaies des deux pays. » (1).

Ainsi, M. Cassel ramène le problème des changes au problème des prix.

Pour arriver à la stabilisation des prix, M. Cassel croit qu'il est nécessaire de prendre des mesures suivantes :

D'abord il faut arrêter l'inflation. « Tant que l'inflation dure, il n'y a aucun espoir de pouvoir entreprendre une réforme. » (2). Pour arriver à ce but, une forte contraction des dépenses publiques est nécessaire. Il faut premièrement abolir la pratique de l'abaisser aux dépens de l'Etat, en dessous de leurs prix de revient, les prix de certaines marchandises et de certains services publics. Cette mesure aura naturellement pour effet d'augmenter le prix du pain ou les tarifs de chemin de fer, de poste, de télégraphe. « Mais, dit M. Cassel, de cette manière la puissance d'achat du consommateur se trouvera réduite et il en résultera une tendance à la baisse pour les autres marchandises et services. En même temps, le gouvernement sera en état de réduire sa demande du pouvoir

(1) Premier Memorandum p. 61.

(2) Ibid, p. 43.

d'achat artificiel et pourra ainsi réaliser une restriction de l'inflation. La suppression de tout subside inutile aux chômeurs ou aux autres consommateurs aurait le même effet. » (1).

Secondement, d'après M. Cassel, les dépenses militaires des pays européens ne sont nullement proportionnées à leurs capacités financières. Ces dépenses dépassent de beaucoup ce que peut supporter une Europe déjà insolvable. Sans une amélioration de cet état des choses, aucune stabilisation des changes n'est possible. Les dépenses militaires doivent donc être réduites le plus tôt possible, et la paix véritable rétablie ; les Etats européens doivent unir leurs forces dans un but commun : la reconstitution de la vie économique de l'Europe (2).

Enfin la troisième condition, suivant M. Cassel, pour arrêter l'inflation monétaire, est qu'on se décide à confier dans chaque pays l'émission des billets de banque à un institut tout à fait indépendant de l'Etat.

Les mesures propres à arrêter l'inflation doivent être complétées par l'abolition radicale de toutes les entraves du commerce international qui empêchent les changes d'être la vraie expression du pouvoir d'achat de la monnaie. La mesure dans laquelle on retournera à la liberté du commerce de manière à faire renaître la confiance est

(1) Gustav Canel : *The world monetary problems*, p. 25.
(2) Op. cit. 52.

aussi celle où les « déviations anormales » des changes disparaîtront.

Pour arriver à écarter les « déviations anormales des changes », il y a d'après M. Cassel toute une série de mesures à prendre.

a) Un pays qui a une grande dette flottante doit la consolider le plus rapidement possible. Tant que cette dette existe, elle tend à provoquer une sous-estimation de la monnaie sur le marché monétaire international.

b) Il faudra trouver un moyen d'empêcher les Etats de vendre à l'étranger leur propre numéraire au-dessous de sa valeur réelle.

c) Il faudra rétablir la liberté et l'égalité dans le commerce international. On devra abolir les différences entre les prix commerciaux pour les nationaux et pour les étrangers. « La possession d'une certaine somme doit procurer le même droit d'acheter sur le marché intérieur indépendamment de la nationalité. » Tant que ce principe est méconnu, il devient tout à fait impossible que l'évaluation de la monnaie sur le marché monétaire international corresponde à son pouvoir d'achat.

d) Toutes les restriction tant des importations que des exportations doivent être levées. On ne devra y recourir qu'au cas où il s'agira de protéger un stock insuffisant de marchandises de première nécessité (1).

(1) Op. cit. 65.

M. Cassel trouve désirable que les entraves commerciales dont nous venons de parler soient abolies par une convention internationale.

III

Supposons remplies les conditions requises par M. Cassel et la stabilité des prix et par conséquent la stabilité des changes réalisées. Il reste encore à maintenir cette stabilité. M. Cassel croit qu'il n'y a lieu de craindre une modification du change tant que le niveau des prix reste stable et M. Cassel espère que sa stabilité pourra être parfaitement assurée par une politique appropriée d'escompte et de crédit (1).

M. Cassel pose une règle qui doit servir de base à cette politique. « Quand les prix de gros sont sensiblement plus élevés que le prix de revient augmenté d'un gain normal, c'est un signe d'inflation et on doit recourir à une compression de la circulation monétaire ; au moment où les

(1) Cassel, *Money and foreign exchanges after*, 1914, p. 273.

prix de gros ne suffisent plus en général pour couvrir les frais de production, on doit conclure que la déflation est allée trop loin et que les conditions normales doivent être rétablies au moyen d'une expansion des crédits et d'une augmentation de la masse monétaire. » (2).

Cette politique doit être rigoureusement poursuivie. Non seulement les tendances à la hausse mais aussi les baisses de prix au-dessous du niveau qu'on a résolu de considérer comme normal doivent être énergiquement écartées. D'après M. Cassel, l'idée de prendre comme normal le niveau des prix de 1914 doit être absolument abandonnée (3).

Mais l'œuvre compliquée de la stabilisation des changes n'est pas terminée avec la réalisation d'une stabilisation des prix. Un Etat qui aurait atteint ce but ne pourrait tout de même pas maîtriser les variations de son change avec un autre pays tant que celui-ci n'aura pas de son côté assuré la stabilité du pouvoir d'achat de sa monnaie. « La stabilisation des cours de changes pourra seulement être atteinte par une coopération internationale. » (4).

Il faudra donc arriver à un accord entre les Etats s'engageant à maintenir un taux de change déterminé. M. Cassel croit que sans un tel arrangement la stabilisation est impossible.

(2) Second *Memorandum*, p. 45.
(3) Cassel, *Money and foreign exchanges* 1914, p. 272.
(4) *Cassel, Money and foreign exchanges*, 272.

VI

Si l'on examine les choses de près, on trouve que l'accord international proposé par M. Cassel doit en réalité remplir une des fonctions de l'or. Il doit maintenir une relation fixe entre les changes de divers pays, c'est-à-dire remplir le rôle d'une parité. Or, on est obligé de se demander : au lieu d'aspirer à cet arrangement international, ne serait-il pas préférable de rétablir purement et simplement l'étalon d'or ? Pourquoi faut-il faire de nouvelles expériences quand on dispose d'un moyen dont l'expérience des siècles a amplement démontré l'efficacité ? D'ailleurs le souvenir de la stabilité parfaite qui régnait quand l'or était employé dans les transactions internationales, est si puissant que tout le monde voit la seule possibilité de stabiliser les changes dans un retour à l'or.

Si M. Cassel évite de recourir à l'étalon d'or, c'est qu'il a toujours devant les yeux son idéal d'un « Sain système monétaire de papier-monnaie scientifiquement

régularisé ». Pourtant, en présence de l'opinion générale qui ne voit que dans le rétablissement de l'étalon d'or le moyen de l'assainissement monétaire, il est obligé de reconnaître que son système « serait pour le moment irréalisable » (1).

En réalité, l'or est aujourd'hui le seul moyen de tenir les changes dans un rapport fixe, et — ce qui est particulièrement important pour la théorie de M. Cassel — le seul moyen de donner à la politique de stabilisation du niveau des prix un criterium, un point fixe, pour qu'elle puisse s'orienter. Si même les Etats concentrent toute leur énergie à la stabilisation des prix, celle des changes ne pourra être atteinte si leurs monnaies ne sont pas dans une relation constante entre elles, s'il manque une parité qui les relie et les soutienne. M. Casel reconnaît lui-même le fait dans son livre « Money and foreign exchanges after 1914 » (p. 261).

Sans être partisan de l'or, M. Cassel s'incline devant le désir général vers un retour à l'étalon d'or et il lui consacre une étude extrêmement intéressante (2). Tandis que les autres théoriciens réclament le retour à l'or le plus tôt possible et à tout prix, il est peut-être le seul qui ait gardé son sang-froid. Pour lui, le retour à l'or n'est pas une chose aussi simple qu'on aime à le croire. Il est

(1) *Second Memorandum*, p. 23.
(2) *Premier Memorandum*, p. 65 ss.; *Second Memorandum*, p. 25 ss.

très impressionné par les changements qu'a subis le pouvoir d'achat de l'or dans les dernières années.

M. Cassel attribue cette baisse du pouvoir d'achat de l'or à la diminution de la demande de ce métal pour les usages monétaires. Il craint que si les Etats européens prennent la décision de rétablir l'étalon d'or, la demande accrue de ce métal ne provoque une hausse de son pouvoir d'achat, ce qui aurait pour conséquence de rendre la réforme plus difficile pour certains pays et impossible pour d'autres. « Afin de permettre au monde, dit M. Cassel, d'en revenir à l'étalon d'or, ou plutôt pour lui permettre d'en tirer davantage, il est essentiel d'arriver à stabiliser le pouvoir d'achat de l'or à l'égard des marchandises et des services. » (1). Pour réaliser cette stabilisation, M. Cassel croit qu'une coopération internationale (2) sera nécessaire pendant plusieurs années. Une telle coopération devra avoir pour but de réglementer la demande de l'or pour l'usage monétaire. Le premier but de cette coopération sera d'empêcher l'or de hausser encore. Pour cela, un accord sera nécessaire sur les bases suivantes :

a) Tous les Etats renonceront aux mesures ayant pour but de rétablir une véritable circulation d'or et se contenteront pour leurs émissions fiduciaires de leurs réserves métalliques actuelles.

(1) Cassel, *Money and foreign exchanges after*, 1914, p. 262.
(2) Second *Memorandum*, p. 38.

b) Les Etats auxquels il est possible d'attirer l'or des autres pays, doivent y renoncer (1).

Une fois la hausse de l'or arrêtée, une coopération constante entre banques d'émission assurera une réglementation de la demande monétaire de l'or. M. Cassel croit même qu'à cause de la production insuffisante de l'or (elle a baissé de 96,4 mill. lb en 1915 à 68 mill. lb en 1921) non seulement il ne sera plus possible de rendre à la demande monétaire de l'or ses proportions d'avant-guerre, mais il conviendra même de restreindre cette demande à l'avenir et de l'adapter à la production décroissante de l'or.

« Si on ne se décide pas — dit M. Cassel — à apporter une restriction progressive des besoins monétaires d'or, la conséquence inévitable sera une rareté de plus en plus grande de ce métal. On sera condamné à une lente mais progressive déflation avec toutes ses conséquences fatales pour la production et pour les finances publiques. » (2)

Pour M. Cassel, il ne reste au monde que le choix entre l'adoption du programme qu'il propose ou « l'immédiat et définitif abandon de l'or comme étalon monétaire »(3).

Si même l'entente internationale était réalisée et une stabilité relative de l'or assurée, le travail ne serait pas terminé. Pour maintenir l'étalon or, M. Cassel tient

(1) *Premier Memorandum*, p. 70.
(2) *Second Memorandum*, p. 39.
(3) Ibid, p. 39.

pour indispensable que les Etats assurent la stabilité de leur niveau de prix. « Si les prix — dit-il — viennent à s'éloigner de leur niveau normal, aucun pouvoir du monde ne pourra maintenir la parité de l'or. Dans le cas, par exemple, où à cause d'une politique de crédit trop peu généreuse, les prix s'élèveraient sensiblement au-dessus du niveau normal, l'or commencerait à sortir du pays ; et si la politique n'est pas modifiée, aucune réserve au monde ne pourra maintenir l'étalon d'or. » (1).

Ainsi, pour M. Cassel, même on rétablit l'usage de l'or, la stabilité des changes dépendra finalement de la stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie à l'intérieur du pays.

E dehors de ces raisons d'ordre purement monétaire, M. Cassel estime que la réforme est impossible si on ne règle pas tout d'abord la question des réparations et celle des dettes interalliées. C'est à peine lorsque ces grands problèmes seront résolus et une « paix véritable » rétablie, qu'on pourra avec succès prendre le chemin de l'assainissement monétaire (2).

(1) Cassel, *Money after and foreign exchanges after*, 1914, p. 270.
(2) Ibid, p. 266.

V

L'ensemble du projet de M. Cassel pour l'assainissement monétaire mondial est établi sur sa théorie des parités des pouvoirs d'achat. Il a donc pour base une vérité scientifique théoriquement incontestable.

Mais bien que théoriquement si bien fondé, ce projet encourt la même critique que la théorie des parités des pouvoirs d'achat : il ne tient pas assez compte des réalités de la vie économique. Il est impossible de ne pas admirer les belles idées de M. Cassel et on doit reconnaître qu'au point de vue théorique on n'a rien dit de mieux ; mais ce qui est indispensable aujourd'hui, ce sont des règles pratiques, aisément applicables et qui tiennent compte des circonstances dans lesquelles se trouve le monde.

Il convient de faire complètement abstraction de la valeur théorique des propositions de M. Cassel et de les soumettre à un examen critique, au point de vue de leur valeur pratique,

L'idée fondamentale de M. Cassel est que pour atteindre la stabilisation des changes, il faut auparavant assurer le maintien du niveau des prix. Nous avons déjà eu l'occasion de dire combien cette notion du niveau de prix manque de précision, de netteté, et combien est imparfaite la méthode des « index numbers » dont on se sert aujourd'hui pour mesurer le niveau de prix. Tout le programme de M. Cassel pour rétablir la situation monétaire est basé sur des calculs et des comparaisons basées sur les index-numbers.

Dans un développement théorique où il importe de montrer les tendances des phénomènes, et où l'on fait souvent abstraction de la vie réelle, les index-numbers peuvent être d'une grande utilité. Mais il nous semble qu'il est risqué de vouloir résoudre des questions pratiques en se basant sur les index tels qu'ils sont établis aujourd'hui. Nous nous permettons de renvoyer le lecteur à tout ce que nous avons déjà dit à ce sujet ci-dessus. Une fois le niveau « normal » choisi, M. Cassel espère maintenir sa stabilité au moyen d'une politique appropriée du taux d'escompte et du crédit, en contractant ou élargissant en conséquence la masse monétaire.

Il nous semble qu'il est exagéré d'accorder une telle confiance à l'élément quantitatif. S'il est vrai que les changements survenant dans la quantité de la masse monétaire amènent des changements analogues dans le

niveau des prix, il n'est pas du tout certain que ce soit le taux d'escompte seul qui détermine la quantité de la monnaie et que ce soit la quantité seule de la monnaie qui détermine le niveau des prix. Nombreuses sont les influences qui peuvent agir sur la quantité de la monnaie et sur les prix et que le taux d'escompte ne peut pas suffire à neutraliser sûrement.

Ainsi, par exemple, la thésaurisation peut jouer un rôle important, en provoquant des changements dans la quantité monétaire tout à fait indépendants de la politique d'escompte. Les caprices de la thésaurisation ne sont pas faciles à écarter et ils peuvent toujours causer des perturbations que la meilleure politique de l'escompte est hors d'état d'empêcher. Supposons, par exemple, que sous l'influence des événements politiques ou dans la crainte d'une trop lourde pression fiscale, le public remette en circulation une certaine quantité des billets thésaurisés. L'effet de cet afflux sera immédiat et il est douteux que les restrictions du crédit puissent y parer immédiatement.

De même toute amélioration de la situation politique et de la valeur de la monnaie a pour effet de provoquer une grande thésaurisation dont les effets déflationistes ne peuvent pas être aisément neutralisés (1). (*cf.* les grèves de consommateurs).

(1) La thésaurisation pourra même avoir un caractère international. Le niveau des prix aux Etats-Unis, en Suisse, en Hollande

Les changements qui surviennent dans la rapidité de la circulation monétaire peuvent aussi avoir pour résultat des variations du niveau des prix, sans qu'une politique d'escompte puisse arriver à les écarter complètement. Les mêmes effets peuvent aussi être obtenus par une meilleure utilisation de la masse monétaire par l'emploi des moyens de paiement bancaires.

Mais les variations des prix ne sont pas exclusivement en fonction des phénomènes monétaires; l'intensité de l'offre des marchandises et du travail y joue un rôle important. Nous avons déjà tâché de démontrer dans le premier chapitre que la méthode de M. Cassel de n'attribuer qu'aux facteurs monétaires les variations des prix, est arbitraire. Dans la question de l'assainissement monétaire du monde, M. Cassel professe le même mépris pour le facteur de la production et pour le rôle que ce facteur pourra jouer dans le rétablissement d'une réelle santé monétaire. Nous croyons qu'il faut absolument désapprouver une telle sous-évaluation d'éléments aussi importants. Les possibilités d'augmenter la production sont très grandes, surtout lorsqu'il s'agit de la production agricole. Ici les différences de rendement peuvent être très importantes et provoquer des baisses de prix qu'une

et dans les autres pays possédant une monnaie saine, est dans une certaine mesure influencé par la grande thésaurisation dont sont l'objet les billets de banque de ces Etats dans les pays à monnaie dépréciée.

politique d'escompte ne pourra certainement pas enrayer. Si par hypothèse on veut négliger l'éventualité d'un nouveau progrès de la production, et si l'on préfère ne tenir compte que d'un retour à la production d'avant-guerre, ce qui représentera une augmentation de 30 à 40 % par rapport à l'état actuel, cette seule amélioration suffira déjà pour révolutionner les prix.

Supposons, en effet, que dans un pays agricole une bonne récolte ait provoqué une baisse des prix de 20 à 30 %. D'après la règle de M. Cassel, il faudra écarter cette baisse au moyen d'une inflation correspondante. Alors la question se pose de savoir comment la banque d'émission pourra augmenter la circulation fiduciaire de 20 ou de 30 % ?

Est-il vraisemblable que le marché puisse absorber un tel surplus de monnaie ?

Il est vrai que la banque d'émission pourra abaisser sensiblement son taux d'escompte et adopter une large politique de crédit.

Mais il n'est pas en son pouvoir d'imposer à son crédit une mesure arbitraire. Il y a une limite qu'elle ne peut dépasser parce qu'elle ne dépend pas d'elle-même, et c'est celle de la solvabilité de ses clients. Les personnes qui font appel à la banque d'émission doivent être en état de lui fournir des garanties : mais la solvabilité n'est pas une chose illimitée. Il s'ensuit que la banque n'est pas en mesure de mettre en circulation une quantité de mon-

naie suffisante pour paralyser l'influence qu'aurait sur les prix une brusque augmentation de la production. L'effet de la politique du crédit à bon marché sera dans une certaine mesure limitée aussi par un facteur, de nature psychologique. Le public, escomptant une baisse encore plus grande des prix, s'abstiendra d'acheter ou réduira ses achats au minimum, et de cette façon il immobilisera fatalement une certaine quantité de monnaie.

Donc, la mise à la disposition du public par la banque d'émission d'une certaine quantité de pouvoir d'achat sera dans une certaine mesure compensée par le retrait, de la part du public, d'une autre quantité du pouvoir d'achat. Il n'est point dans notre intention de contester l'influence qu'on peut exercer sur les prix au moyen d'une politique d'escompte et de crédit appropriée. Nous avons seulement voulu montrer qu'il est vain, surtout dans la période transitoire que traverse actuellement l'économie mondiale, d'espérer, comme le fait M. Cassel, qu'on assurera au moyen de cette politique ainsi définie une stabilité parfaite des prix.

Un autre reproche que nous croyons devoir adresser au projet de M. Cassel, c'est qu'il est, dans ses points essentiels, conditionné par une coopération internationale. Il est hors de doute que tous les grands problèmes économiques trouveraient leur meilleure solution par une action concertée de tous les Etats européens. Mais il faut malheureusement se demander si une pareille collabora-

tion a des chances de se réaliser. L'histoire nous montre que ce sont précisément les questions d'ordre économique qui ont été la cause profonde de tous les grands conflits entre nations. Or, c'est précisément sur ce terrain que M. Cassel exige une entente et une collaboration internationales durables. Sans douter un instant que le monde évolue vers une époque où les Etats arriveront à la conviction que la nature même des choses les contraint à la solidarité économique, parce que cette solidarité est indispensable pour assurer le bien-être des hommes et supprimer les calamités de la guerre, on doit pourtant constater qu'au temps actuel, nous sommes encore loin de cette époque. Les sentiments nationaux sont encore trop profonds et trop actifs : on pourrait même caractériser l'époque actuelle en disant qu'elle est celle du nationalisme économique. Chaque peuple paraît n'avoir qu'un but, celui d'arriver à la plus grande richesse et la plus grande prospérité possibles, fût-ce au détriment de ses voisins. Il en résulte ce « struggle for life » de grand style dont nous sommes journellement les témoins. Le fait qu'une collaboration internationale sera très difficile à organiser est parfaitement évident. Si l'on en doutait, pour le moment présent tout au moins, on n'aurait qu'à songer au sort de la Conférence internationale des banques d'émissions, dont la réunion a été décidée par la Conférence de Gênes de 1922.

Près d'une année s'est écoulée depuis cette décision, et

la conférence n'est pas encore convoquée. On n'en parle même plus. M. Luigi Luzzati, dans un brillant article (1) se plaignant qu'on ne convoquât pas encore cette conférence, «dernier moyen de salut », se demande : « Mais si les Etats ne veulent pas courir à la ruine, pourquoi, contre la plus claire évidence d'un intérêt commun, persistent-ils à retarder une réunion dont tous ont un égal besoin ? » (1).

La question de la stabilisation des changes n'est pas de nature à pouvoir être ajournée jusqu'à ce que le monde ait changé de mentalité. C'est pour cette raison qu'un programme de stabilisation basé sur une coopération internationale n'a qu'une importance théorique.

On doit par contre se rallier sans réserve à l'opinion de M. Cassel que la stabilité de l'or doit être assurée à tout prix. En vérité, si l'on veut que l'or remplisse dans l'avenir le rôle d'une mesure des valeurs, il est indispensable que sa valeur ne soit pas soumise à fluctuations. Une stabilité parfaite de l'or n'a jamais été atteinte ; seulement les variations étaient insignifiantes, incapables de provoquer au bouleversement de la vie économique.

De nos jours, le danger des variations du pouvoir d'achat de l'or sont beaucoup plus grandes et les craintes de M. Cassel sont parfaitement fondées. Un accroisse-

(1) *Il Correire della Sera*, du 4 février 1923.

ment de la demande de l'or, conséquence directe d'un rétablissement de l'étalon or, aurait une influence certaine sur la valeur de ce métal.

Seulement, il faut bien se demander si vraiment la situation est telle que M. Cassel la représente, et si son pessimisme doit être partagé.

Puisque M. Cassel en arrive à affirmer que si on n'accepte pas ses propositions, on doit renoncer définitivement au rétablissement de l'étalon or, il est de la plus haute importance d'éclaircir la question.

On se rappelle que l'essentiel des propositions de M. Cassel est qu'une coopération internationale, afin d'assurer la stabilité de l'or, doit assumer la régularisation de la demande de l'or pour les usages monétaires. M. Cassel nous met devant cette alternative : ou arriver à réaliser cette collaboration internationale ou bien abandonner l'or comme étalon monétaire.

Nous avons déjà dit n'avoir pas grande confiance dans la réalisation d'une coopération internationale. Même si une conférence vient à être convoquée, il n'est pas certain qu'elle aboutisse à un accord. Il vaut donc mieux prendre les choses telles qu'elles sont, et, si l'on ne veut pas renoncer à l'or avec M. Cassel, examiner si la situation est aussi noire qu'il la dépeint et s'il n'y a pas tout de même des possibilités d'arriver au but, sans recourir à une coopération internationale. La première chose à établir, c'est de savoir si l'Europe dispose d'une quantité

d'or suffisante pour réaliser la réforme sans augmenter la demande monétaire dans des proportions considérables. La première chose qu'on constate, c'est que les pays belligérants se sont vus dépouillés d'une certaine partie de leurs stocks d'or au profit des Etats-Unis et des pays neutres. Les Etats-Unis ont absorbé une grande partie de l'or européen et on a vu leur stock d'or augmenter de 1.905 milliards de dollars en 1913 à 3 milliards et demi. Pourtant les quantités d'or que l'Europe possède sont encore importantes. Les treize grandes banques d'émission possèdent à elles seules 30,2 % de l'or mondial (1).

En général, les banques d'émission européennes ont réussi non seulement à maintenir leurs réserves métalliques, mais même, dans certains cas, à l'augmenter. C'est ce qu'on voit dans notre tableau où chacune des principales banques accuse un notable accroissement de ses réserves métalliques.

(1) V. l'art. de M. J. Kitchin dans le *Manchester Guardian Commercial* (Supp. du 20 avril 1922), p. 450.

RESERVES METALLIQUES DES PRINCIPALES BANQUES D'EMISSION EUROPEENNES

NOMENCLATURE	RÉSERVES		RAPPORT EN % DE LA COUVERTURE AUX ÉMISSIONS	
	1914	1922	1914	1922
Bank of England	100	322	135 %	105 %
Banque de France (a)	100	133	76 %	16 %
Banca d'Italia	100	109	80 %	11 %
Banque d'Espagne (a)	100	250	65 %	76 %
Banque de Suède	100	260	46 %	48 %
Banque de Norwège	100	334	40 %	40 %
Banque Nat[le] Suisse	100	386	60 %	53 %
Banq. N[le] du Danemark	100	300	48 %	51 %
Banque de Hollande	100	360	54 %	60 %
Banq. N[le] de Belgique	100	101	34 %	5 %
Banq. Nat[le] de Grèce	100	540	85 %	60 %

Seulement, en certains cas, si la réserve est augmentée ou bien si elle reste stationnaire, le rapport de la couverture aux émissions a changé de telle façon que les pays qui ont gardé la même réserve métallique n'ont qu'une

(a) L'or et l'argent.

couverture proportionnelle sensiblement moindre. Ce sont celles de France, d'Italie, de Belgique. Huit banques d'émission européennes possèdent une couverture largement suffisante d'après les règles d'avant-guerre, pour pouvoir rétablir la convertibilité de leurs billets.

En dehors de ces pays, il reste le groupe d'Etats successeurs de la monarchie austro-hongroise, et les nations qui se sont séparées de la Russie, qui possèdent une réserve métallique insignifiante.

On distingue donc trois groupes de nations. Le premier comprend les seuls pays qui, à la rigueur, pourraient reprendre leurs paiements en espèces, sans faire appel à l'or des autres. Les nations du second groupe (France, Italie, Belgique) dont la réserve métallique est restée stationnaire, pourraient diminuer la disproportion entre leur couverture métallique et leur circulation fiduciaire, en entreprenant une réforme de déflation ou de déva-
en entreprenant une réforme de déflation ou de dévaluation. Il leur sera même en ce cas difficile de se passer de l'or étranger. Le troisième groupe comprend les nations complètement dépendantes de l'aide étrangère. Il est vrai que même chez elles une réforme de dévaluation pourrait augmenter les chances d'un retour à la convertibilité. Les nations du second et du troisième groupes étant obligées de compter sur l'or étranger peuvent surtout augmenter la demande de l'or que redoute M. Cassel. Ce danger, en ce qui concerne ces pays, nous semble plutôt théorique,

et il n'est pas très probable qu'ils auront la possibilité de faire des grands achats d'or. Le seul pays qui dispose d'un sufficit d'or considérable, c'est les Etats-Unis. Les Etats européens peuvent seulement se procurer de l'or américain en échange de marchandises; et, par conséquent, dans le seul cas où les Etats-Unis sont en état d'absorber une certaine quantité de produits européens. Mais la capacité d'importation des Etats-Unis est assez limitée. Non seulement ce pays offre une heureuse combinaison économique de production agricole et industrielle et de cette façon ne se voit pas obligé de compter sur l'étranger dans une large mesure, mais le régime douanier très sévère que pratique ce pays diminue les chances déjà faibles de voir importer les produits européens. D'ailleurs, avant d'acheter de l'or, les pays d'Europe doivent d'abord s'assurer les matières premières et les denrées alimentaires. C'est à peine quand ces besoins seront satisfaits qu'on pourra songer à acheter de l'or. La demande de l'or est donc doublement limitée, par la faible capacité des Etats-Unis d'absorber les produits européens, et, en outre, par les faibles probabilités que l'état de la balance des comptes permettra aux pays européens de se procurer de l'or. Du reste, on ne peut se dissimuler que les Etats-Unis ne permettraient pas qu'une grande quantité de leur stock quitte le pays. Le danger d'une dépression économique qu'exercerait un pareil reflux de l'or, engagera les Etats-Unis à prendre les mesu-

res nécessaires pour l'empêcher à temps. Ainsi, comme nous l'avons vu, le danger d'une trop forte demande faisant hausser la valeur de l'or, n'est pas aussi grand que le pense M. Cassel. Non seulement les pays européens ne seront pas en état d'acheter de grandes quantités d'or, mais il est même probable que la masse d'or qui est en Europe aura tendance à émigrer aux Etats-Unis.

D'après la règle d'avant-guerre, il suffit d'avoir une couverture d'un tiers pour pouvoir reprendre la convertibilité. Nombre d'Etats européens pourraient donc effectuer la réforme. Seulement on doit bien se demander si cette règle a encore aujourd'hui toute sa valeur. Il paraît qu'en cette matière les choses ont radicalement changé. Si on songe combien les populations ont souffert des variations dans la valeur du papier-monnaie, et combien la soif de l'or est grande aujourd'hui, on peut assurément s'attendre à ce que la reprise de la convertibilité ait pour conséquence de vider dans un temps très court toute la réserve de la banque d'émission. Il suffira pour cela que les billets aujourd'hui thésaurisés soient échangés contre le métal. Ce fait ne doit pas être perdu de vue. Il rend aujourd'hui en Europe la reprise de la convertibilité impossible. La réforme pourra seulement être effectuée lorsque la confiance dans le billet de banque reprendra la vigueur d'avant la guerre. Avant d'en arriver là, il faudra beaucoup de temps. Une fois la confiance rétablie, une faible quantité d'or sera suffisante, tandis que dans

l'état actuel des choses, le stock d'or du monde entier serait insuffisant pour permettre à l'Europe de rétablir l'étalon or.

La seule réforme qui est aujourd'hui possible sans exiger de grandes quantités d'or, c'est l'établissement d'un système de change or (gold standard exchange) (1). Le domaine du commerce international est celui où l'or peut rendre le plus de service comme monnaie de compte internationale. Comme nous n'avons en vue ici qu'une stabilisation des changes, nous pouvons dire que cette stabilité pourra être parfaitement réalisée par un système de change or. En permettant de régler les déséquilibres momentanés de la balance de compte, l'or assurera la stabilité du change.

Il est difficile de dire quelle quantité d'or sera nécessaire pour organiser un système du change or. Il est faux de croire que l'or possède la toute puissance et que sa présence suffirait pour stabiliser les changes. La stabilisation des changes dépend d'autres facteurs encore. Qu'il nous soit permis d'exprimer notre pensée par cette parole classique de Goschen : « Il ne faut pas perdre de vue que ce n'est pas l'état actuel des changes qui doit être corrigé, mais l'état des choses qui en a été la cause. » (2)

(1) Voir la Préface donnée par M. Charles Rist à la traduction anglaise du livre *Meaning of Money* de M. H. Withers, page XXI, (Paris, 1920).

(2) Goschen, *The Theory of the foreing exchanges*, London, 1875, p. 125.

Ce n'est donc pas l'or qui pourra rendre aux changes leur stabilité : il faut que les causes profondes de la dépréciation du change disparaissent. L'expérience nous démontre que les pays à papier-monnaie peuvent jouir d'un change relativement stable s'ils ont réussi à arrêter l'inflation, à mettre de l'ordre dans leurs finances, à consolider leur situation politique.

Il est vrai que le change papier est assez fragile et qu'il réagit trop facilement sous de nombreuses influences ; mais, si une chose est vraie, c'est que même le papier-monnaie a une résistance plus forte tant qu'il est émis en proportion raisonnable. Tant que les émissions correspondent au besoin monétaire réel d'un pays, son change n'est pas soumis à des fluctuations violentes. Ce pays n'aura donc besoin que d'une modeste réserve métallique pour organiser le système du « gold standard exchange ». En résumé, ce n'est pas la présence de l'or qui crée la stabilité des changes ; elle ne peut qu'y contribuer lorsque d'autres conditions *sine qua non* se trouvent remplies. La quantité d'or nécessaire pour assurer cette stabilité n'est pas grande si la situation est bonne aux points de vue financier, monétaire, commercial et politique. Dès que ces conditions ne sont plus remplies, aucune quantité d'or n'est capable d'empêcher les variations du change.

Vu : le Doyen,
H. BERTHÉLEMY.

Vu : le président de la thèse,
Charles RIST.

Vu et permis d'imprimer,
Le Recteur de l'Académie de Paris,
P. APPELL

BIBLIOGRAPHIE

Cassel, Gustav. — The nature and necessity of interest (Londres 1903).

— Deutschlands wirtschaftliche Widerstanrskraft (Berlin, 1916).

— Die Theoretische Sozialoekonomie (2 éd., Leipcig, 1921)

— Memorandum on the World's monetary problems (Londres, 1920).

— Das Goldproblem der Welt (II Memorandum, Munich, 1922).

— Weltwirtschaft und Geldverkohr (Gtoha 1921).

— Money and foreign exchanges after 1914 (Londres, 1922).

— Grundriss einer elementaren Preislehre (Zeitschrift für die gesamte Staaswissenschaft 1899).

— The present position of the Foreign Echanges (Economic Journal, Mars et Septembre 1916).

— The depreciation of Gold (Economic Journal, Septembre 1917.

— Abnormal Deviations in International Exchanges (Economic Journal, Décembre 1918.)

— The depreciation of the German Mark (Economic Journal, Décembre 1919.)

Cassel G. — Further observations on the world's monetary problems (Economic Journal, Mars 1920).
— Some Leading propositions for a international Discussion of the world's monetary problems (The Annals of the American Academy of political and social Science, 1920).

Ansiaux, M. — Principes de la politique régulatrice des changes (Bruxelles, 1910).

Arnauné, Aug. — La monnaie, le crédit et le change (Paris, 1909).

Bendixen, F. — Das Wesen des Geldes (3e éd. Leipcig, 1922).
— Geld und Kapital (3e éd. Jena, 1922).
— Waehrungspolitik und Geldtheoric im Lichte des Weltkrieges (Leipcig, 1916).
— Das Inflationsproblem (Stuttgart, 1917).

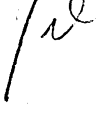
Cannan, Edwin. — Money, its connection with rising and falling, prices (Londres, 1921).
— The Paper Pound (Londres, 1919).

Clare, G. — A. B. C. of the Foreign Exchanges (Londres, 1905).

Dahlberg, R. — Die Entwertung des Geldes (Berlin, 1918).

Decamps, Jules. — Les Changes Etrangers (Paris, 1922).

Diehl Karl. — Ueber Fragen des Geldwesens und ter Valuta Jena 1921).



Elster, K. — Die Seele des Geldes (Jena, 1921).

Fischer, J. — Ppurchasing power of money (New-York, 1911).

Gide, Ch. — L'or et le change (Paris, 1916).

Goschen. — The Theory of the foreing exchanges (11e éd. Londres, 1875).

Gregory, T. E. — Foreign Exchanges (Oxford, 1922).

Hawtrey. — Currency and Credit (Londres, 1921).

Helfferich, K. — Das Geld (5e éd. Leipcig, 1921).

Herzfelder, E. — Die volkswirtschaftliche Bilanz (Berlin, 1919).

Heyn, Otto. — Ueber,Goldchôpfung und Inflation (Stuttgart 1921).
— Zur Valutafrage (Leipcig, 1920).

Knapp. F. — Die Staatliche Theorie des Geldes (3e éd. Leipcig, 1921)

Lallemand, — L'Anarchie monétaire, (Paris 1922).

Laughlin, J. L. — The principles of money (New-York, 1903).

Liefmann, R. — Geld und Gold (Berlin 1916).
— Die Geldentwertung im Weltkriege (Stuttgart, 1918).

Loria, Achile. — Peripezie monetarie della guerra (Torino, 1920).

Moll, B. — Logik des Geldes (Munich, 1922).

Nogaro, B. — Le rôle de la monnaie dans le commerce international et la théorie quantitative (Paris, 1904).

Pallain, J. — Les changes étrangers et les prix (Paris, 1905).

Pohle, L. — Das Problem der Valutaentwertung (Leipcig, 1919).
— Geldentwertung, Valutafrage und Waehrungreform (Leipcig 1920).

Prato, G. — Problemi monetari et bancari nei secoli XVII e XVIII (Torino, 1906).

Reboud, Paul. — Essai sur les changes étrangers (Paris, 1900).

Ricardo, D. — Œuvres complètes (Paris, 1882).

Rist, Charles. — Les finances de guerre de l'Allemagne (Paris, 1921).

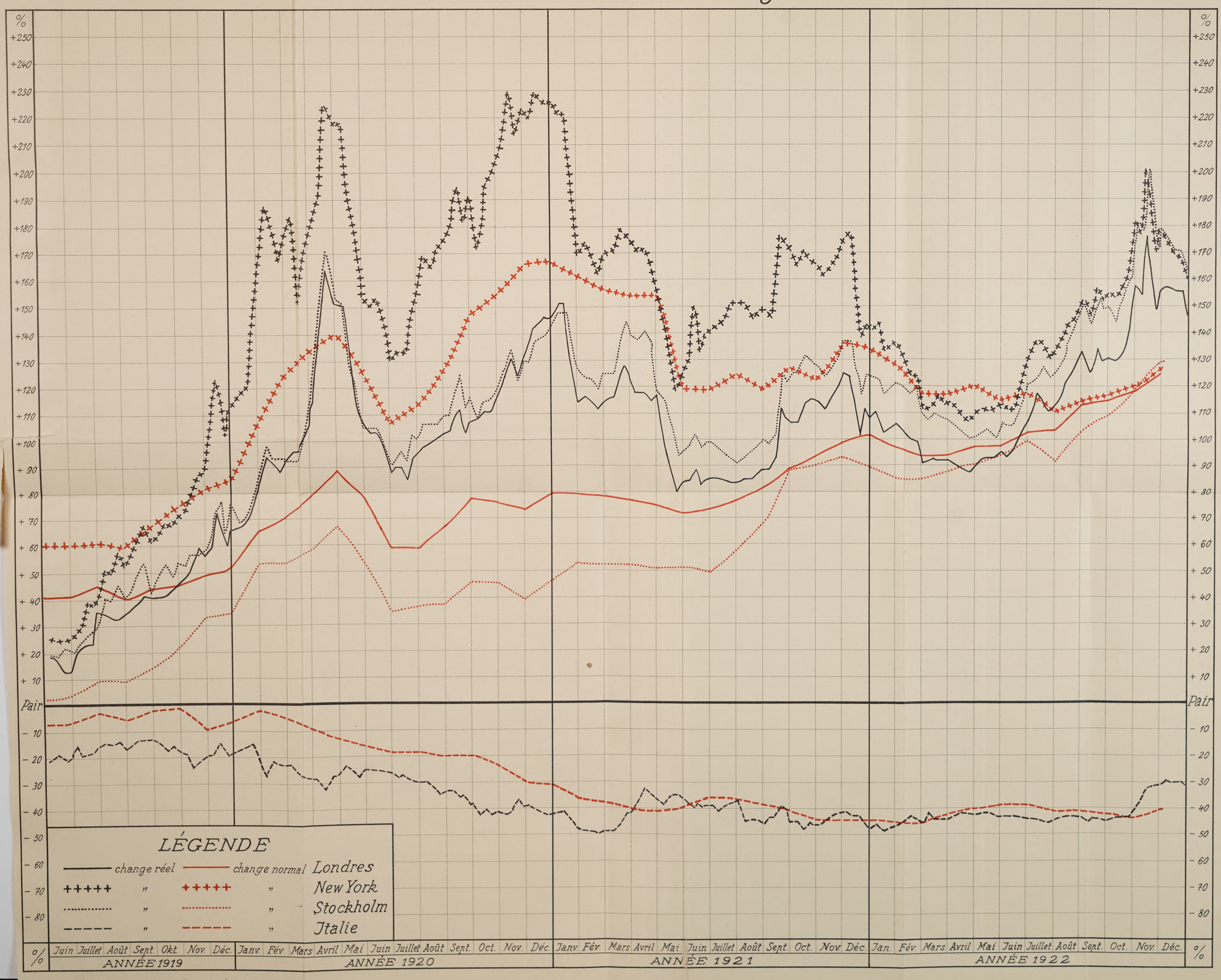
Vissering, G. T. — Economic and financial problems (Londres, 1920).

Wildmann, — Money inflation in the United States (New-York, 1905).

Withers. — Qu'est-ce que la monnaie? (Paris, 1920).

TABLE DES MATIÈRES

Les cours réels et les cours „normaux" des changes à Paris (1919-1922)



Yovanovitch-Fogler, Les théories monétaires de l'économiste Cassel.





